بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة صنعاء
الدراسات العليا والبحث العلمي
كلية التجارة والاقتصاد
قسم الاقتصاد

أذون الخزانة وآثارها الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية

خلال الفترة (1995 – 2007)

بحث مقدم استكمالاً لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد الطالب

محمد عبدالله حسين مسعد العراسي

إشـــراف

أ.د / مصطفى حسين المتوكل

أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة والاقتصاد – جامعة صنعاء

صفر 1431 – يناير 2010

بسم الله الرحمن الرحيم

((وَقُلِ اعْمَلُواْ فَسَيَرَى اللّهُ
عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ))

صدق الله العظيم

(سورة التوبة : أية 105)

لجنة المناقشة

لجنة المناقشة والحكم على رسالة الماجستير المقدمة

من الطالب / محمد عبدا لله حسين مسعد

بعنوان (أذون الخزانة وآثارها الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية

خلال الفترة (1995- 2007))

الأستاذ الدكتور / مصطفى حسين المتوكل أستاذ الاقتصاد بجامعة صنعاء

مشرفاً ورئيساً

الأستاذ الدكتور/ داود أحمد عثمان رئيس قسم الاقتصاد بجامعة صنعاء

عضـــــواً

الأستاذة الدكتورة / ابتهاج الخيبة أستاذ الاقتصاد بجامعة عدن

عضـــــواً

الجمهورية اليمنية
جامعة صنعاء
الدراسات العليا والبحث العلمي
إدارة الدراسات العليا

رقم القرار : 20100027
تاريخ القرار : ٢٠١٠/١/٢٣ م
مكان المناقشة : قاعة السيمينار

قرار لجنة المناقشة والحكم رقم (٢٧) لسنة ٢٠١٠م

إنه في يوم السبت ١٤٣١/٢/٨هـ الموافق ٢٠١٠/١/٢٣م ، أجتمعت لجنة المناقشة والحكم على رسالة الماجستير المقدمة من الطالب / محمد عبدالله حسين مسعد المسجل بكلية التجارة والاقتصاد قسم الاقتصاد والمشكلة بقرار مجلس الدراسات العليا والبحث العلمي في محضر إجتماعه (١) بتاريخ ٢٠٠٩/١١/١٦م بتشكيل لجنة المناقشة والحكم من الأساتذة :-

1	أ.د. مصطفى المتوكل	المشرف الرئيسي	جامعة صنعاء	رئيسا
2	د. ابتهاج سعيد الخيبة	الممتحن الخارجي	جامعة عدن	عضوا
3	د. داوود احمد عثمان	الممتحن الداخلي	جامعة صنعاء	عضوا

عن رسالته الموسومة بـ (أذون الخزانة وأثارها الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٧)

* وقد قام الطالب بعرض موضوع رسالته بشكل واضح وموفق

ثم ناقشت اللجنة الطالب ؛ وبناءً على ماتقدم فإن اللجنة توصي بالآتي :-

يُمنح الطالب / محمد عبدالله حسين مسعد درجة الماجستير في الاقتصاد

تخصص مالية عامة

توقيعات أعضاء لجنة المناقشة والحكم على القرار :-

الإسم	الصفة	التوقيع
أ.د. مصطفى المتوكل	المشرف الرئيسي	
د. ابتهاج سعيد الخيبة	الممتحن الخارجي	
د. داوود احمد عثمان	الممتحن الداخلي	

مدير عام الدراسات العليا

نائب رئيس الجامعة للدراسات العليا والبحث العلمي

صورة طبق الأصل

* تشـير الى أن الدرجة تمنح بدون تقدير ، مع العلم بأن عرض الطالب لموضوع رسالته أثناء المناقشة لايعتبر تقدير.

ص.ب :١٢٠٨١ صنعاء - تلفون : ٢١٤٧٨٩-١-(٩٦٧ +) فاكس : ٢١٤٠٧٢-١-(٩٦٧ +)
البريد الإلكتروني : ygssr@yemen.net.ye

Printed by : WALIDALI 23/1/2010
Last Procesed by : khalid_smawe 23/1/2010

الإهـــــــــداء

إلى من جعل من تعليمنا هدفاً مقدساً له وتحمل من أجله متاعب الحياة .....روح والدي الحبيب .

رحمة الله تغشاه

إلى ينبوع الحنان والعطف رمز العطاء والتضحية .....أمي الحنونة.

حفظها الله

إلى إخواني وزوجتي الحبيبة، وإلى الأمل الجميل أبنائي وإلى جميع أفراد أسرتي.

رعاهم الله

إلى الذين يؤرقهم هم الوطن ويبحثون عن مخرج لأزمته السياسية

والاقتصادية إليهم وإلى من لهم فضل عليّ أهدي هذا الجهد المتواضع.

الباحث

ملخص الدراسة

اسم الطالب : محمد عبدا لله حسين مسعد.
الدرجة العلمية : الماجستير من كلية التجارة والاقتصاد قسم الاقتصاد جامعة صنعاء .

عنوان الدراسة : (أذون الخزانة وآثارها الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995 – 2007) .

المحتوى

تكون البحث من مقدمة وستة فصول وخاتمة، تناولت المقدمة مشكلة البحث وأهميته والهدف منه، وتناول الفصل الأول خلفية عامة عن الاقتصاد في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1990- 2006) من خلال مبحثين، بينما تناول الفصل الثاني الإطار النظري لأذون الخزانة وكذلك فكرة إنشائها وتحليل هيكل أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال فترة البحث (1995-2007) وتم استعراضها من خلال ثلاثة مباحث، وقد تعرض الفصل الثالث لدور أذون الخزانة في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في اليمن من خلال مباحثه الأربعة والتي استعرضت الدور الذي لعبته أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة، وسحب فائض السيولة النقدية، وكذا أثر أذون الخزانة في كبح جماح التضخم، ودورها في استقرار سعر الصرف للعملة اليمنية خلال فترة البحث، وقد تناول الفصل الرابع العبء الاقتصادي والمالي لسياسة إصدارات أذون الخزانة في اليمن ومؤشرات خطورة الدين العام المحلي خلال فترة البحث من خلال مبحثين، وتناول الفصل الخامس الآثار الاقتصادية لتطبيق سياسة أذون الخزانة على كل من الاستثمار والنمو الاقتصادي، أما الفصل السادس من هذا البحث فقد تعرض لكيفية تطوير سياسة أذون الخزانة.

وفي الأخير جاءت الخاتمة والتي احتوت على مجموعة من النتائج التي توصل إليها الباحث وكان من أبرزها الدور الذي قامت به أذون الخزانة في تمويل العجز وسحب فائض السيولة النقدية وكبح جماح التضخم واستقرار سعر الصرف، والأعباء المالية والاقتصادية التي ترتبت على استخدام إصدارات أذون الخزانة، وكذلك الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة، حيث بين البحث النتائج الايجابية التي قامت به سياسة أذون الخزانة في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، ولكنها لم تحقق أهداف التنمية الاقتصادية بسبب الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة ولفترة طويلة وما نتج عن ذلك من أضرار على الاستثمار والنمو الاقتصادي، ولذلك جاءت التوصيات لتشدد على ضرورة توخي الحذر من الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة بل التوقف عن تلك الإصدارات - على الوضع القائم عليه حالياً، وتبني سياسة نقدية وبالتنسيق مع السياسة المالية والتي من شأنها التسريع بعملية التنمية والتوجه نحو الاستثمارات الحقيقية والمنتجة .

الشكر والتقدير

الحمد والشكر لله تعالى في المقام الأول أن وفقني بإنجاز هذه الدراسة، كما أتقدم بعد ذلك بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ الفاضل المشرف على هذه الدراسة الأستاذ الدكتور\ مصطفى حسين المتوكل / أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة صنعاء على ما أحاطني به من النصح والتصويب فكان لملاحظاته الدور الكبير في إخراج هذه الدراسة وتوجيهها الوجهة العلمية الصحيحة، فاسأل الله أن يجزيه عني خير الجزاء، كما أتقدم بعظيم الشكر والامتنان للأستاذ الدكتور/ داود أحمد عثمان رئيس قسم الاقتصاد بكلية التجارة والاقتصاد جامعة صنعاء، على تفضله بقبول الاشتراك في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة، والشكر موصول للأستاذة الدكتورة / ابتهاج الخيبة أستاذ الاقتصاد بجامعة عدن، على تفضلها بقبول الاشتراك في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة فلها مني كل الاحترام والتقدير وجزاها الله خيراً، كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر والتقدير لأساتذتي الأجلاء في قسم الاقتصاد جامعة صنعاء، وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور/محمد الأفندي، والأستاذ الدكتور/ علي عبدا لله قايد على تعاونهم في تقديم النصح والعون والمشورة، فلهم جزيل الشكر وعاطر الثناء، وأتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ محمد المكردي على تعاونه الدائم في تسخير كل إمكانياته في توفير المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة أسأل الله أن يكافئه على حسن صنيعه وتعاونه القيم، والشكر أيضاً لكل من قدم لي خدمة أو أسدى لي معروفاً في إنجاز هذه الدراسة، ومن هؤلاء العاملين في كل من : إدارة البحوث والإحصاء في البنك المركزي اليمني وعلى رأسهم الأخوان / محمد بركات وخالد الضبيبي، ومكتبة الجهاز المركزي للرقابة والمحاسبة وعلى رأسهم الأخ/ ناصر مجلي، أسأل الله تعالى أن يسدد خطاهم وأن يتولى جزاءهم الجزاء الأوفى .

وأتقدم أولا وأخيراً بآيات الإجلال والحب لوالدتي ولزوجتي وأولادي وإخواني وجميع أفراد أسرتي الذين كان عطاؤهم لي بلا حساب، وصبرهم عليَّ بلا حدود، فلهم جزيل الشكر والامتنان.

وجزى الله الجميع عني خير الجزاء

الباحث.

فهرس المحتويات

تابع فهرس المحتويات

تابع فهرس المحتويات

قائمة الجداول

تابع قائمة الجداول

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة:

المديونية العامة الداخلية قضية اقتصادية استحوذت على اهتمام كبير وهام، وأصبحت أزمة اقتصادية حقيقية للعديد من الدول، سواء كانت تلك الدول نامية أو متقدمة، وتزداد هذه القضية خطورة إذا ما أخذنا بالحسبان حجم التحديات المالية التي تواجهها هذه الدول، والآثار المختلفة لهذه المديونية في مستويات النشاط الاقتصادي، ومعيشة السكان، ومعدلات الفائدة، وغيرها من المتغيرات الاقتصادية الهامة، وعند الحديث عن الوضع الاقتصادي في الجمهورية اليمنية، نلاحظ أن ذلك الوضع لم يشذ عن هذه الأزمة الاقتصادية، فقد عانت الحكومة اليمنية من أزمة المديونية الداخلية في الفترة (1990-1994) ومرت اليمن بظروف قاهرة أدت إلى عدة تطورات محلية وإقليمية ودولية ساهمت في تفاقم الأوضاع ـ خصوصاً الاقتصادية منها ـ وزيادة الاختلالات الاقتصادية المالية والنقدية، وجميع تلك الاختلالات تعكس مظاهر أزمة اقتصادية حرجة، ومن أبرز تلك الاختلالات الاقتصادية والمالية والنقدية ما يلي :-

1- شكّل عجز الموازنة العامة خلال الفترة(1990-1994)أحد أهم ملامح الأزمة الاقتصادية والمالية؛ حيث تزايد عجز الموازنة سنة بعد أخرى فقد ارتفع العجز الكلي للموازنة من(9955) مليون ريال في عام1990، إلى(44271)مليون ريال في عام1994، وبمعدل نمو سنوي(79%)، في المتوسط خلال الفترة (1990-1994)، وقد وصل نسبة العجز في الموازنة العامة ما بين (5.5 -20.3%)من الناتج المحلي الإجمالي، خلال الفترة(1990-1994) .

2- فائض عرض نقدي :- يتضح ذلك من خلال تمويل عجز الموازنة عن طريق اللجوء إلى التمويل التضخمي من خلال الإصدار النقدي الجديد ، لتغطية ذلك العجز المتزايد في الموازنة، ونتيجه لذلك ارتفعت مديونية الحكومة الصافية للبنك المركزي اليمني، من حوالي (69)مليار ريال عام1990 إلى حوالي (200)مليار ريال في عام 1994 وما ترتب على ذلك من ارتفاع النفقات العامة، وقد أدى هذا الأسلوب إلى اتساع العرض النقدي بالمعنى الضيق والواسع في الاقتصاد، وارتفاع السيولة المحلية لدى الأفراد، حيث تشير البيانات الإحصائية أن عرض النقد بالمعنى الضيق(M1)، قد ارتفع من(54.5)مليار ريال في عام1990 إلى نحو(139.7)مليار ريال في عام 1994، أما عرض النقد بالمعنى الواسع(M2)، فقد ارتفع من(75.4)مليار ريال في عام1990 إلى(220.7)مليار ريال في عام 1994، وكانت الزيادة في العرض النقدي بوتائر

عالية تفوق أية زيادة في حجم الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يعني وجود قوة شرائية عائمة في السوق، دون أن يقابلها عرض مادي من السلع والخدمات؛ لذا فقد كانت النتيجة المنطقية لمثل هذا التوسع في العرض النقدي، هي ارتفاع الأسعار بصورة كبيرة، وبلوغ التضخم حداً كبيراً وصل إلى أكثر من(70%)في عام 1994، بل وصل في نهاية العام نفسه إلى ما يزيد عن100%.

3 – تدهورسعرالصرف للريال اليمني خلال الفترة(1990-1994)، وقد اتسم نظام سعر الصرف خلال تلك الفترة بالازدواجية (النظام الثنائي)أي إنه كان هناك نظامان لسعر الصرف في الجمهورية اليمنية هما :- أ- سعر الصرف الرسمي. **ب**- سعر الصرف الموازي وقد شهد سعر الصرف للريال اليمني خلال تلك الفترة ثباتاً مطلقاً في السوق الرسمية وتدهوراً كبيراً في السوق الموازية، وبلغت الفجوة بين السعرين في السوق الرسمي والموازي حداً كبيراً، حيث كان يصل الفرق بين سعر الصرف في الصباح والمساء في اليوم نفسه إلى عدة ريالات في السوق الموازي.

وإزاء ذلك وغيرها من الاختلالات والصدمات الاقتصادية كان لا مجال أمام الحكومة اليمنية إلا بالتدخل لإنقاذ الوضع الاقتصادي المتدهور، والحيلولة دون وقوع أزمة اقتصادية تهدد الوضع وتزيد من التدهور في الاقتصاد الوطني .

وشرعت الحكومة اليمنية بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين إلى تطبيق برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي، وكان مجمل الإصلاحات الاقتصادية المقترحة تتمثل بثلاثة عناصر أساسية هي :-

1- الاستقرار الاقتصادي الكلي. 2- تطوير وتنفيذ شبكة أمان اجتماعي.

3 - الإصلاح الهيكلي(التكيف الهيكلي).

وقد تضمن برنامج الإصلاحات الاقتصادية عدداً من السياسات النقدية والمالية الهادفة إلى وقف التدهور في أداء الاقتصاد الوطني، والحد من الاختلالات الاقتصادية النقدية والمالية، ومنها سحب فائض السيولة النقدية في السوق، وكبح جماح التضخم، وتمويل عجز الموازنة العامة بوسيلة غير تضخمية، وهكذا جاءت فكرة سياسة أذون الخزانة(**Treasury bills**) أحد المكونات الأساسية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، حيث صدر بموجب ذلك القرار الجمهوري بالقانون رقم (19) لعام 1995 في 25-5-1995 بشأن الدين العام، واللائحة التنفيذية لذلك القرار، وكذلك التعليمات المنظمة لذلك، والذي ينص في المادة(3) بأنه يخول البنك المركزي بالنيابة عن الحكومة في إصدار سندات حكومية، وتوجّه الحكومة قيمتها للأغراض التالية:

1- تمويل المشاريع الاستثمارية. 2- سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة، وجعل تحديد وتنظيم عملها من مهام لجنة السندات الحكومية، ومن تلك المهام تحديد النسبة المستخدمة من حصيلة السندات في تمويل عجز الموازنة العامة وغيرها من الاستخدامات.

وأذون الخزانة(Treasury bills) هي ورقة مالية، ذات عائد ثابت كنسبة من قيمتها الاسمية، وهي أداة نقدية، وأداة توازن نقدي قصيرة الأجل، وهي نوع من أنواع الدين العام المحلي وتستخدم ضمن آلية السوق المفتوحة، حيث قام البنك المركزي اليمني بإصدار

أذون الخزانة (Treasury bills)، منذ بداية العمل بها في ديسمبر1995. وهكذا بدأت الحكومة إصدار أذون الخزانة لأجل شهر خلال الأشهر: ديسمبر من عام1995 ، ويناير وفبراير من العام1996، وتوالت الإصدارات لأذون الخزانة بعد ذلك لفترات استحقاق أطول (91يوماً،182يوماً، 364 يوماً)، وكان الهدف من سياسة إصدار أذون الخزانة هو توفير مصدر غيرتضخمي لتمويل عجز الموازنة، وسحب فائض السيولة النقدية، وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة، وتوالت الإصدارات لأذون الخزانة وبآجال مختلفة، وتطورت المزادات لتصبح أسبوعية، ونورد على سبيل المثال ما تم إصداره في الأعوام (1995، 1999، 2000، 2001، 2003، 2006، 2007) حيث كانت المبالغ بالقيم الاسمية للإصدارات وبمليارات الريالات وكما يلي (1.99، 256، 282، 276، 421، 1050، 1287)على التوالي، ومن استعراض الأرقام السابقة يلاحظ استمرار إصدارات أذون الخزانة بوتائر عالية، وفي حقيقة الأمر فإن سياسة إصدارات أذون الخزانة، قد أثارت جدلاً واسعاً بين الأوساط الاقتصادية والمهتمين وأصبحت محل شك، ما بين مؤيد لتلك السياسة ومعارض لها، ومن هنا تأتي أهمية دراسة سياسة أذون الخزانة .

مشكلة البحث:-

من خلال العرض السابق يتضح بأنه كان يتم تمويل عجز الموازنة العامة والذي تفاقم سنة بعد أخرى خلال الفترة (1990- 1994) عن طريق الإصدار النقدي الجديد وهي وسيلة تضخمية، بسبب عدم وجود مصادر تمويل متاحة محلية أو خارجية، فأدى ذلك إلى زيادة السيولة النقدية في السوق، وأصبح السوق متخماً بالسيولة، وبالتالي تم استخدام وسيلة أو أداة جديدة ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي وهي أذون الخزانة، ومن الأغراض التي استخدمت من أجلها سحب فائض السيولة النقدية الزائدة في السوق وتمويل عجز الموازنة العامة بوسيلة غير تضخمية، والذي تم اصدارها خلال فترة الدراسة، وعلى ضوء ما سبق فإن مشكلة البحث تكمن في الإجابة على التساؤلات التالية :-

ما مدى نجاح سياسة أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة وما مدى نجاحها في سحب فائض السيولة النقدية وكبح جماح التضخم؟

ما هو العبْ المالي والاقتصادي لسياسة أذون الخزانة عند سحبها لفائض السيولة النقدية وتمويل عجز الموازنة ؟

ما هي الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة إصدار أذون الخزانة ؟

فروض البحث :-

يمكن عرض فروض البحث كالتالي :-

1- تمكنت سياسة أذون الخزانة من توفير التمويل اللازم لعجز الموازنة العامة بوسيلة غير تضخمية.

2- تؤدي استخدام إصدارات أذون الخزانة إلى سحب فائض السيولة النقدية وكبح جماح التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي.

3- أدت سياسة أذون الخزانة عند سحب السيولة وتمويل العجز إلى ارتفاع حجم العبْ المالي لتلك السياسة.

4- أثرت سياسة أذون الخزانة سلبياً على المتغيرات الاقتصادية الكلية .

أهداف البحث :-

دراسة وتقييم سياسة أذون الخزانة منذ أن بدأ إصدارها في ديسمبر(1995) وهي بداية مرحلتها في برنامج الإصلاح الاقتصادي وحتى نهاية عام 2007، وعلى وجه الخصوص هدف البحث إلى تحقيق ما يلي:

1- التعرف على مدى إمكانية إصدارات أذون الخزانة في سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة وكبح جماح التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي .

2- التعرف على مدى نجاح سياسة أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة بوسيلة غير تضخمية.

3- التعرف على حجم العبْ المالي والاقتصادي لإصدارات أذون الخزانة .

4- التعرف على أهم الآثار الاقتصادية لإصدارات أذون الخزانة على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

أهمية البحث :-

تنبع أهمية البحث من أهمية برامج الإصلاحات الاقتصادية المالية والنقدية، والتي تهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي، والمحافظة على استقرار سعر الصرف، وتمويل عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية، وفي حقيقة الأمر فإن سياسة إصدارات أذون الخزانة، قد أثارت جدلاً واسعاً بين الأوساط الاقتصادية والمهتمين وأصبحت محل شك، ما بين مؤيد لتلك السياسة ومعارض لها، كما يستمد البحث أهميته من دراسات النقاط التالية :-

- تطرق البحث إلى موضوع إصدارات أذون الخزانة وآثارها الاقتصادية الكلية في اليمن كدراسة علمية .
- تسعى الدراسة إلى معرفة مدى نجاح أذون الخزانة المنفذة من الحكومة في تمويل عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية، وكذا سحب فائض السيولة النقدية من السوق وكبح جماح التضخم.
- التعرف على مدى العبْ المالي والاقتصادي لإصدارات أذون الخزانة عند استخدامها لسحب فائض السيولة النقدية وتمويل عجز الموازنة .

أسلوب البحث :-

اعتمد الباحث في دراسته لهذا البحث أسلوب العرض الوصفي إلى جانب الأسلوب التحليلي، وقد استخدم الباحث البيانات الإحصائية الصادرة من الجهات الرسمية، إلى جانب الأبحاث والدراسات المتخصصة ذات الصلة بموضوع البحث.

منهجية البحث:

ومن حيث التقسيم المنهجي للبحث فقد تم تقسيمه إلى مقدمة وستة فصول وخاتمة، وتناول الفصل الأول خلفية عامة عن الاقتصاد في الجمهورية اليمنية خلال الفترة(1990- 2006) من خلال مبحثين، استعرض المبحث الأول خلفية عامة عن الاقتصاد اليمني قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1990-1994)، بينما تناول المبحث الثاني التطورات التي حصلت لأهم المؤشرات الاقتصادية بعد تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1995 – 2006)، وتناول الفصل الثاني الإطار النظري لأذون الخزانة من خلال مباحثه الثلاثة، تناول المبحث الأول ماهية أذون الخزانة وفكرتها وأنواعها ومميزاتها، وتناول المبحث الثاني الإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة وفكرة إنشائها في الجمهورية اليمنية، وجاء المبحث الثالث ليتناول تحليل هيكل أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال فترة البحث (1995-2007)، وقد تعرض الفصل الثالث لدور أذون الخزانة في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في الجمهورية اليمنية خلال فترة البحث من خلال مباحثه الأربعة، تناول المبحث الأول الدور الذي لعبته أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة، وتناول المبحث الثاني لدور أذون الخزانة في سحب فائض السيولة النقدية، وجاء المبحث الثالث لعرض أثر أذون الخزانة في الحد من التضخم، أما المبحث الرابع فقد استعرض دور أذون الخزانة في استقرار سعر الصرف للعملة المحلية، وقد تناول الفصل الرابع العبء الاقتصادي والمالي لسياسة إصدارات أذون الخزانة في اليمن خلال فترة البحث من خلال مبحثين، تناول المبحث الأول عبء سياسة أذون الخزانة، وتناول المبحث الثاني، مؤشرات خطورة الدين العام المحلي في اليمن، وتناول الفصل الخامس من خلال مبحثين تعرضا للآثار الاقتصادية لتطبيق سياسة أذون الخزانة على كل من الاستثمار والنمو الاقتصادي خلال فترة البحث، أما الفصل السادس والأخير في هذه الدراسة، ومن خلال مباحثه الثلاثة فقد تم فيه استعراض وتلخيص للمشاكل القائمة لأذون الخزانة، وكذلك الآراء المختلفة للبدائل الممكنة لسياسة أذون الخزانة، وانتهى الفصل بكيفية تطوير سياسة أذون الخزانة .

وفي الأخير جاءت الخاتمة والتي احتوت على مجموعة من النتائج التي توصل إليها الباحث، وكان من أبرزها الدور الذي قامت به أذون الخزانة في تمويل العجز وسحب فائض السيولة

النقدية، وكبح جماح التضخم، وتحقيق استقرار سعر الصرف، والأعباء المالية والاقتصادية التي ترتبت على استخدام إصدارات أذون الخزانة، وكذلك الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة، حيث بينت الدراسة النتائج الإيجابية التي قامت به سياسة أذون الخزانة في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، ولكنها لم تحقق أهداف التنمية الاقتصادية بسبب الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة ولفترة طويلة، وما نتج عن ذلك من أضرار على الاستثمار والنمو الاقتصادي، ولذلك جاءت التوصيات لتشدد على ضرورة توخي الحذر من الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة بل التوقف عن تلك الإصدارات على الوضع القائم عليه حالياً، وتبني سياسة نقدية وبالتنسيق مع السياسة المالية، والتي من شأنها التسريع بعملية التنمية والتوجه نحو الاستثمارات الحقيقية والمنتجة .

حدود البحث :-

اقتصر إطار البحث على دراسة وتحليل فعالية سياسة أذون الخزانة التي تم تنفيذها ابتداء من ديسمبر(1995) باعتباره أول إصدار لأذون الخزانة في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي المنفذ في مارس(1995)، وحتى نهاية عام (2007)، وهي فترة نهاية البحث في الجمهورية اليمنية .

الفصل الأول

خلفية عامة عن الاقتصاد في الجمهورية اليمنية

خلال الفترة (1990-2006) .

المبحث الأول : خلفية لأهم الاختلالات الاقتصادية قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1990 – 1994)

(1 : 1 : 1) الاختلالات المالية والنقدية .

(1 : 1 : 2) اختلالات النمو الاقتصادي .

(1 : 1 : 3) اختلالات ميزان المدفوعات .

المبحث الثاني : تطور أهم المؤشرات الاقتصادية بعد تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1995 - 2006) .

(1 : 2 :1) التطورات المالية والنقدية .

(1 : 2 :2) تطور الناتج المحلي الإجمالي(GDP) .

(1 : 2 :3) تطور ميزان المدفوعات .

الفصل الأول

خلفية عامة عن الاقتصاد في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1990-2006) .

تمهيد:

تبنت دولة الوحدة اليمنية بين الشطرين الشمالي والجنوبي في عام 1990 النظام الاقتصادي القائم على الحرية الاقتصادية، وإتاحة المجال للقطاع الخاص ليلعب دوراً أكبر في النشاط الاقتصادي، إلا أنها تعرضت للعديد من الصعوبات الاقتصادية، فعلى المستوى المحلي كان أبرزها التكاليف الباهظة لدمج مؤسسات الشطرين، وعلى المستوى الإقليمي فكان أبرزها حرب الخليج الثانية والتي كان لها أشد الأثر على الاقتصاد اليمني، حيث تسببت في عودة (800) ألف عامل من دول الخليج، ففقدت اليمن بذلك موردًا مالياً هاماً، ولم يقف الأمر عند هذا الحد بل نشبت خلافات سياسية بين الحزبين الحاكمين (المؤتمر الشعبي العام، والحزب الاشتراكي اليمني) انتهت بحرب أهلية في صيف عام 1994، وقد كان لهذه الأحداث المحلية والإقليمية انعكاسات سلبية على الاقتصاد اليمني، تسببت في تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض متوسط دخل الفرد وتزايد معدلات التضخم والبطالة، وتفاقمت الأزمة الاقتصادية بشكل حاد، الأمر الذي جعل الحكومة تتبنى برنامجاً للإصلاح الاقتصادي في منتصف عام 1995 بغية السيطرة على الأوضاع المتدهورة، ووضع الاقتصاد اليمني على المسار الصحيح، وللتعرف على الوضع الاقتصادي لليمن خلال الفترة (1990 – 2006) سيتم تناول ذلك من خلال المبحثين التاليين :

المبحث الأول

خلفية عامة لأهم الاختلالات الاقتصادية قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1990 – 1994).

تمهيد:

عانت الجمهورية اليمنية خلال الفترة(1990 – 1994) من اختلالات اقتصادية ومالية، حيث أظهرت المؤشرات الاقتصادية تدهوراً كبيراً في موازين الاقتصاد الكلي، والمتغيرات الاقتصادية الأساسية، ومرت اليمن بظروف قاهرة أدت إلى عدة تطورات محلية وإقليمية ودولية، وكلها ساهمت في تفاقم الأوضاع، وزيادة الاختلالات الاقتصادية والمالية، فالنمو الاقتصادي كان متباطئاً بل حقق معدلات نمو سالبة في عام 1994، وقدر معدل البطالة بنسبة(30%)لعام 1994، إضافة إلى حجم العجز المالي في الموازنة الذي تصاعد خلال الفترة (1990 -1994)، فبينما كان في عام 1990(9955) مليون ريال ارتفع في عام1994إلى(44271)مليون ريال، وارتفاع نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث قدرت نسبته ما بين(5.5 – 20.3%) من الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة، وكان يتم تمويل ذلك العجز بمصادر محلية عن طريق الإصدار النقدي الجديد، أدى ذلك إلى ارتفاع العرض النقدي بصورة كبيرة، حيث ارتفع العرض النقدي بالمعنى الواسع من(75.4)مليار ريال في عام1990 إلى(220.7) مليار ريال لعام 1994، أدى ذلك التمويل التضخمي إلى ارتفاع الأسعارمن(45%)في عام 1991 وارتفع إلى أكثر من(70 %) في عام 1994 بل وصل في نهاية العام نفسه إلى (104%)، وزادت الاختلالات النقدية حيث ارتفع سعر الصرف من(12.13ريال)للدولار عام 1990 إلى(101ريال)للدولار في نهاية عام 1994، ومن جهة أخرى واجه الاقتصاد الخارجي اختلالات كبيرة فقد تدهور عجز ميزان المدفوعات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ووصل إلى أكثرمن(21%) من الناتج القومي المحلي الإجمالي في عام 1992، ثم انخفض إلى (10.32%) في عام 1994، ويعكس العجز في ميزان المدفوعات العجز الكبيرفي الميزان التجاري، وقد وصل نسبة العجزالسنوي لميزان المدفوعات بالمتوسط للفترة(1990 -1994) بمبلغ(763 $)مليون دولار، وعليه سيتم في هذا المبحث استعراض الاختلالات الاقتصادية قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1990 – 1994) من خلال المطالب التالية:

(1-1):- الاختلالات المالية والنقدية :-

عانى اقتصاد الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1990-1994) من اختلالات مالية ونقدية، ويمكن إبراز أهم تلك الاختلالات كما يلي :-

(1-1-1):- اختلالات المالية العامة للدولة :-

أدى الاختلال المالي بين الإيرادات العامة والنفقات العامة نتيجة لنمو النفقات بمعدلات أكبر من الإيرادات إلى تنامي عجز الموازنة وتوسع الفجوة المالية مما يؤثر على الجهود الإنمائية ويقود إلى ارتفاع معدلات التضخم وتدهور القوة الشرائية واضطراب أسعار الصرف ويمتد الأثر إلى الإخلال بالتوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد، وهذا ما حدث لليمن خلال النصف الأول من عقد التسعينات حيث شكل عجز الموازنة أحد أهم ملامح الأزمة الاقتصادية والمالية[1]. ويمكن إيضاح الاختلالات المالية في جانبين : جانب النفقات العامة، وجانب الإيرادات العامة، ويمكن حصر الاختلالات في جانب النفقات العامة في الآتي :-

* الاختلال بين حجم النفقات الجارية والنفقات الاستثمارية .
* اضطراب الأولوية الاقتصادية والاجتماعية للنفقات .

أما في جانب الإيرادات العامة فيمثل الاعتماد على مصادر مؤقتة وضعف الطاقة الضريبية أبرز اختلالات هيكل الإيرادات العامة[2] .

ويبين الجدول التالي (1 : 1) النفقات العامة والإيرادات العامة وحجم العجز للفترة(1990-1994) ونسبة التمويل المحلي والخارجي لذلك العجز، ومن خلال تتبع مكونات الجدول يلاحظ تصاعد عجز الموازنة خلال تلك الفترة سنة بعد أخرى، حيث يظهر الجدول أن نمو النفقات العامة للفترة(1990- 1994) كان أسرع من نمو الإيرادات العامة لنفس الفترة، حيث كانت نسبة نمو النفقات خلال هذه الفترة(22.5% ، 29.4 % ، 21 % ، 26.3 %)على التوالي، بينما بلغت نسبة نمو الإيرادات(10.1% ، 11.6 % ، 12.4 % ، 14.4 %)على التوالي لنفس الفترة، لقد انعكس النمو المتسارع للنفقات العامة على زيادة العجز السنوي حيث ارتفع العجز من(9955) مليون ريال في عام1991 إلى (44271)مليون ريال للعام1994، وارتفعت نسبته من 27.7 % من إجمالي النفقات في عام 1990 إلى 51% من إجمالي النفقات لعام 1994، أما نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي فقد ارتفعت من5.5 % في عام1991 إلى 20.3% في عام1994، وهي

---

(1) مصطفى المتوكل ،تحليل مالية الدولة،دراسة مبادرة20\20،بالتعاون مع وزارة التخطيط بتمويل من قبل البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة ،صنعاء-إبريل 2003 ، ص 40 .

(2) محمد أحمد الأفندي ،تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي ، مجلة الدراسات الاجتماعية ،العدد الرابع يوليو -ديسمبر 1997 ، ص 79.

نسبة عالية بكل المقاييس، بالمقابل كان يتم تمويل العجز خلال تلك الفترة من مصادر محلية وخارجية وكانت نسبة التمويل من المصادر المحلية تمثل النسبة الأكبر، ويتضح انخفاض نسبة التمويل الخارجي للعجز فقد بلغت نسبته نحو 6% من مجموع مصادر التمويل في المتوسط للفترة (1990 – 1994) أما نسبة التمويل الداخلي من مصادر محلية فقد ارتفعت من83% في عام 1990 إلى نحو97% في عام 1994، وبمتوسط سنوي للفترة (1990 -1994) بلغ نحو94% واقترن هذا الارتفاع النسبي لمساهمة التمويل المحلي بارتفاع نسبة مساهمة البنك المركزي اليمني، والذي تمثل في الاتجاه إلى التمويل التضخمي عن طريق الإصدار النقدي الجديد حيث بلغت مساهمة هذا المصدرنحو99.5 % في المتوسط السنوي للفترة(1990 -1994) رغم ما تتمخض عنه من آثار غير مرغوبة، فقد تدهورت قيمة العملة المحلية، وتنامت معدلات التضخم، وارتفعت مديونية الحكومة للبنك المركزي اليمني من نحو(75) مليار ريال عام 1990[1] إلى نحو (180.6) مليار ريال عام 1994[2]، ويمكن حصر جوانب الاختلالات للنفقات العامة والإيرادات العامة والتي يوضحها الجدول التالي(1 : 1) كما يلي :-

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام ، 1990 ، ص 105 .
(2) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقرير السنوي لعام 2002، ص 81.

جدول رقم (1:1) النفقات والإيرادات والعجز ومصادر تمويل العجز للفترة (1990-1994) بالمليون ريال

السنة	النفقات بملايين الريالات	الإيرادات بملايين الريالات	العجز أو الفائض (1)	نسبة العجز إلى النفقات %	نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي %	نسبة نمو النفقات %	نسبة نمو الإيرادات %	نسبة تمويل عجز الموازنة إلى إجمالي العجز%		التمويل المحلي %		التمويل الخارجي %	
								التمويل المحلي	التمويل الأجنبي	البنك المركزي	المصارف التجارية	قروض	منح ومساعدات
1990	35967	26012	(9955)	27.7	10.3			82.8	17.2	103.1	(3.1)	78.4	21.6
1991	44070	37999	(6071)	13.8	5.5	22.5	10.1	99.92	0.08	94.2	5.8	0	100
1992	57043	34170	(22873)	40.1	17	29.4	11.6	94.8	5.2	96.7	3.3	60	40
1993	68984	38124	(30860)	44.7	18.2	21	12.4	95.6	4.4	101.1	(1.1)	76.3	23.7
1994	87128	42857	(44271)	51	20.3	26.3	14.4	96.8	3.2	102.4	(2.4)	84.2	15.8

* المصدر - بيانات الحسابات الختامية من وزارة المالية ،

- وزارة المالية ،نشرة إحصائية مالية الحكومة ،العدد الثاني، يناير2001 ، ص8 ، 17 .

- وزارة التخطيط والتنمية ،الجهاز المركزي للإحصاء كتاب الإحصاء السنوي لعام1995 ، ص320 .

(1-1-1- 1)- الاختلالات الهيكلية للنفقات العامة :-

أولاً :- الاختلال بين حجم النفقات الجارية والنفقات الاستثمارية [1]:-

ويمكن الاستعانة لتوضيح ذلك بالجدول التالي (1 : 2) حيث يلاحظ اختلال النفقات الجارية من خلال النمو المتسارع لتلك النفقات وتدني نمو النفقات الاستثمارية، ويبدو ذلك واضحاً من نمو نفقات الباب الأول (مرتبات وأجور) وكذلك خدمة الدين العام (الباب الثالث)، وعدم كفاية نفقات التشغيل (الباب الثاني) بالنسبة للنفقات الجارية، ويظهر الجدول أن نسبة النفقات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي كانت 31% في عام 1990، ثم ارتفعت في الأعوام (1991، 1992 ،1993، 1994) إلى (35 %)، أما نسبة النفقات الجارية إلى إجمالي النفقات العامة فقد كانت مرتفعة خلال الفترة (1990-1994) وكانت النسب كما يلي (82 % ،89 % ،83%، 86% ، 88%) على التوالي، أما بالنسبة للنفقات الاستثمارية فقد انخفضت نسبتها إلى إجمالي النفقات العامة من(22.5%) في عام1990 إلى(12.4%) لعام 1994 وكانت في الأعوام (1991 ،1992، 1993)، (17% ، 18% ،15%) على التوالي . أي إن النمو المتسارع للنفقات الجارية قابلة انخفاض نسبة النفقات الاستثمارية، أما نفقات التنمية كنسب من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي فقد كانت متدنية حيث انخفضت من 8.4% لعام 1990 إلى 2.1 % لعام 1994.

جدول رقم (1 : 2) بعض بنود الإنفاق العام للأعوام (1990 – 1994) مليار ريال .

البيان / السنوات	1990	1991	1992	1993	1994
الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية(بمليارات الريالات)	96.4	112	134.7	169.8	218.3
النفقات الجارية(بمليارات الريالات)	29.6	39.2	47.1	59	76.3
كنسبة من إجمالي النفقات العامة	%82.2	%88.9	%82.5	%85.5	%87.6
كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	%30.7	%35	%34.8	%34.7	%34.9
النفقات الاستثمارية الفعلية(الباب الرابع +الخامس) مليارات الريالات	8.1	7.3	10.1	10	10.8
كنسبة من إجمالي النفقات العامة	%22.5	%16.6	%17.6	%14.5	%12.4
نفقات التنمية(الباب الخامس)كنسبة من الناتج المحلي	%8.4	%6.5	%4.6	%2.6	%2.1
إجمالي المرتبات والأجور(بمليارات الريالات)	19.6	25.2	32.5	40.9	48.6
كنسبة من إجمالي النفقات العامة	%54.5	%57.1	%56.9	%59.3	%56.8
كنسبة من إجمالي الإيرادات العامة	%75.3	%66.5	%95	%107.3	%113.4
كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي	%20.3	%22.5	%24.1	%24.1	%22.2
النفقات التشغيلية الفعلية(الباب الثاني)بمليارات الريالات	3.2	4.1	5.3	5.3	9.5
كنسبة من إجمالي النفقات العامة	%8.9	%9.3	%7	%7.6	%5.2
كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	%3.3	%3.7	%3.9	%3.1	%3.5

المصدر - وزارة التخطيط والتنمية ،الجهاز المركزي للإحصاء ،كتاب الإحصاء السنوي لعام1995 ،ص320
- وزارة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ،أعداد متفرقة .

[1] محمد أحمد الأفندي، تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

ويتضح من بيانات الجدول السابق(1 : 2) أن معدل النمو الوسطي الإجمالي للنفقات (كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي) هو حوالي (38.9%)، وتمثل فيه النفقات الجارية كنسبة متوسطة إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990 - 1994) حوالي (34%).

تدل تلك المؤشرات السابقة على أن الموازنة العامة للدولة خلال تلك الفترة كانت موازنة نفقات جارية، بينما النفقات التنموية والاستثمارية لم تشكل إلا نسبة ضئيلة من إجمالي الإنفاق العام، وبالتالي لم تؤد تلك الموازنة إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي .

ومن خلال تتبع معدلات نمو الناتج المحلي في تلك الفترة يلاحظ انخفاض معدل النمو للناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، وأصبح سالباً (- 4.5%)في عام1994 ، وكان معدل النمو(3.7%) في العام 1993[1]، أما معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (النفطي وغير النفطي) الحقيقي فقد انخفض من(5.25%)عام 1992إلى (4.25%)للعام 1993، وأصبح سالباً (- 0.5%)عام 1994، أي أن معدل النمو المتوسط للناتج المحلي الحقيقي للفترة(1990-1994)كان (2.31%) ومن ناحية أخرى كان معدل نمو السكان في اليمن في تلك الفترة هو(3.7%)، فهذا يعني أن متوسط دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كان سالباً خلال الفترة(1990 – 1994)، ويدل ذلك على أن مستوى معيشة السكان قد شهد تدهوراً حادًا خلال تلك الفترة.

ويلاحظ من الجدول التالي(1 : 3) أن فاتورة الأجور والمرتبات شكل المصدر الرئيسي لتضخم النفقات الجارية حيث يبين الجدول أن نسبة المرتبات والأجور إلى إجمالي النفقات الجارية قد بلغت(69%)خلال العامين (1992 ، 1993) ثم انخفض إلى (64%) في عام 1994، بينما يظهرالجدول (1 : 2) أن فاتورة الأجور والمرتبات قد شكلت حوالي (56.7%)[2] في المتوسط من إجمالي النفقا ت العامة للدولة خلال الفترة(1990 – 1994)، كما امتصت فاتورة المرتبات كل الإيرادات العامة للدولة وخصوصاً في عام1994، حيث بلغت نسبة الامتصاص في ذلك العام(113.6%)، وبمبلغ (48.6) مليار ريال، ولم تترك فائضاً لتمويل النفقات الاستثمارية .

أما فوائد الدين العام فقد ارتفعت نسبتها إلى إجمالي النفقات الجارية من(12.8%) لعام1990 إلى حوالي (17%) لعام1994، ومن جهة أخرى فإن النفقات التشغيلية قد انخفضت نسبتها إلى إجمالي النفقات الجارية من(11%) لعام 1992 إلى (8.8%) لعام 1993، ثم ارتفعت إلى(12.5%) لعام 1994.

(1) محمد أحمد الأفندي، تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي، مرجع سبق ذكره، ص 83.
(2) المرجع السابق نفسه ، ص84.

ثانياً :- اضطراب الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للنفقات :-

يتضح ذلك من خلال تتبع نسبة المخصصات المعتمدة في الموازنة العامة على القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال الفترة(1990 – 1994)، يلاحظ أن أكثر من ثلثي النفقات العامة قد خصصت لقطاعات الدفاع والأمن والإدارة والفوائد على الدين العام، بينما بلغ نصيب التنمية البشرية (التعليم والصحة) لنفس الفترة وبمتوسط سنوي 22.9 % من إجمالي النفقات العامة[1] .

إن هذه المؤشرات تدل على حجم الاختلال الهيكلي في الموازنة العامة، وأن توزيع النفقات قطاعياً لا يعكس الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع، فالتنمية البشرية في اليمن هي أحد الأعمدة الرئيسة للتنمية الاقتصادية وتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع، وإذا ظلت نسبة الإنفاق على التنمية البشرية منخفضة وأقل من المعدلات القياسية العالمية فإن هذا سيؤثر على مستقبل النمو الاقتصادي في اليمن .

جدول رقم (1 : 3) بعض مكونات النفقات الجارية خلال الفترة(1990- 1994) بمليارات الريالات .

البيان / السنوات	1990	1991	1992	1993	1994
- إجمالي النفقات الجارية	29.6	39.2	47.1	59	76.3
- المرتبات والأجور(الباب الأول)	19.6	25.2	32.5	40.9	48.6
- فوائد الدين العام	3.8	5.6	5.6	7.02	12.9
- النفقات التشغيلية(الباب لثالث)	3.2	4.1	5.3	5.21	9.5
كنسبة من إجمالي النفقات الجارية					
- المرتبات والأجور	%66.2	%64.3	%69.3	%69	%63.7
- فوائد الدين العام	%12.8	%14.3	%12	%12	%16.9
- النفقات التشغيلية	%10.8	%10.5	%11	%8.8	%12.5

المصدر : من بيانات الجدول رقم (8)

(1) المرجع السابق نفسه ، ص 86 .

(1-1-1- 2) اختلال الإيرادات العامة:-

تمثل الإيرادات العامة بمصادرها المختلفة الموارد التي توفر للدولة تمويل أنشطتها ونفقاتها المختلفة، ويتوقف حجم الإيرادات العامة على مستوى التطور الاقتصادي وأنشطته فضلاً عن عائدات الأصول الرأسمالية[1] .

و يوضح الجدول التالي (1 : 4) حصيلة الإيرادات العامة وتطورها خلال الفترة (1991-1994) ويتضح من خلال دراسة بيانات الجدول، أن حصيلة الإيرادات العامة خلال تلك الفترة تعتمد على مصادر مؤقتة مثل (الإيرادات النفطية)، وإيرادات الطاقة الضريبية الضعيفة، ويتبين لنا من استعراض بيانات الجدول (1 : 4) الملاحظات التالية :-

جدول رقم (1 : 4) يعض مكونات الإيرادات العامة للفترة(1991 - 1994) بملايين الريالات .

البيان / السنوات	1991	1992	1993	1994	المتوسط
1-إجمالي الإيرادات العامة بملايين الريالات	37999	34170	38123	42857	
• كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	%25.8	%18.6	%17.1	%15.3	%19.2
2- الإيرادات النفطية:-	18466	8222	10134	11247	
• كنسبة من إجمالي الإيرادات	%48.6	%24.1	%26.6	%26.2	%31.4
• كنسبة من الناتج المحلي	%12.7	%4.5	%4.5	%4.1	%6.3
3- الإيرادات الضريبية:	6951	9580	11573	12950	
• كنسبة من إجمالي الإيرادات	%18.3	%28.1	%30.4	%30.2	%26.8
• كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	%4.7	%5.2	%5.2	%4.7	%5
4- الإيرادات الجمركية:	6127	6646	7535	7328	
• كنسبة من إجمالي الإيرادات	%16.1	%19.4	%19.8	%17.1	%18
• كنسبة من الناتج المحلي	%؟4.2	3.6	3.4	2.8	3.5
5 – جملة الإيرادات الجارية :		27880	30653	36739	
• كنسبة من إجمالي الإيرادات		%81.59	%80.4	%85.7	
• كنسبة من إجمالي الناتج المحلي		%15.2	%13.7	%13.4	

المصدر : - وزارة المالية ، البيان المالي للموازنة العامة للدولة ، لعام 1996 .

- تراجعت نسبة الإجمالي العام للإيرادات إلى الناتج المحلي الإجمالي من(25.8%)عام 1990 إلى (15.3%) لعام 1994[2]، وكان متوسط النمو خلال الفترة (1990 - 1994) هو(19.2%) ويعزى الانخفاض في الإيرادات العامة إلى:-

(1) مصطفى المتوكل، تحليل مالية الدولة، دراسة مبادرة 20\20، مرجع سبق ذكره، ص59.
(2) محمد أحمد الأفندي، تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي، مرجع سبق ذكره، ص89.

* ضعف كفاءة التحصيل من جهة وإلى تناقص مساهمة الإيرادات النفطية من جهة أخرى، حيث انخفضت نسبة مساهمة الإيرادات النفطية في الإيرادات العامة من (48.6 %) عام 1991 إلى (26.2%) لعام 1994، نتيجة الانخفاض في الإنتاج السنوي وخاصة في عام 1992، وتذبذب الأسعار العالمية من جهة، وكذلك ارتفاع حجم الاستهلاك السنوي المحلي من النفط من جهة أخرى، واتسمت نسبة الإيرادات الضريبية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالتذبذب عند مستويات منخفضة خلال الفترة(1991-1994) ما بين (4.7% ، 5.2 %)، وبمعدل انسياب ضريبي متوسط خلال الفترة بلغ(5%)، وهذا يرجع إلى ضعف كفاءة النظام الضريبي، فتعدد أسعار الضرائب يؤدي إلى ازدواجية الضرائب، والتهرب الضريبي، والفساد المالي، والإعفاءات الضريبية المباشرة والغير مباشرة، بالإضافة إلى وجود ما يسمى بالأنشطة الاقتصادية غير الرسمية والتي عادة ما تكون بعيدة عن متناول النظام الضريبي، وفي اليمن بلغت نسبة الأنشطة غير الرسمية حوالي (30%) من إجمالي النشاط الاقتصادي الرسمي (كتاب الخطة الخمسية الأولى)، وكذلك فإن استخدام النظام الضريبي كأداة من أدوات إعادة توزيع الدخل ما زال محدودًا وضعيفاً، ويتضح ذلك من ارتفاع نسبة الضرائب غير المباشرة على السلع والخدمات والتي يتحملها المستهلكون ذوو الدخل المحدود، وبالنسبة للإيرادات الجمركية فقد شهد معدلها تناقصاً في الفترة(1991-1994)من (4.2%)عام 1991 إلى (2.8%) عام 1994، وبمعدل متوسط خلال الفترة بلغت(3.5%) من الناتج المحلي، والسبب وراء ذلك هو ارتفاع نشاطات التهريب، وكثرة الحزم السلعية، وتعدد التعرفة الجمركية، وتعدد أسعار الصرف، وارتفاع الفارق بين سعر صرف التقييم الجمركي، وسعر الصرف في السوق الموازي .

ومن خلال الاستعراض السابق للإيرادات العامة يتضح أنها تعتمد على موارد إما مؤقتة أو غير مضمونة وقابلة للاستمرار، فإيرادات النفط تشكل النسبة الأكبر من الإيرادات العامة رغم التناقص في نسبة مساهمتها، وأن استمرار الاعتماد على المصادر المؤقتة يمثل خطورة مستقبلية ويؤدي إلى التقاعس عن تنمية الإيرادات الذاتية الأخرى، ويسوق إلى مزيد من المشاكل الاقتصادية في المستقبل[1] .

---

[1] محمد أحمد الأفندي، تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

(1 - 1 - 2)- الاختلالات النقدية:-

عانى الاقتصاد اليمني من عدد من الاختلالات النقدية والتي كان لها أثرسلبي على الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة (1990 – 1994)، فنتيجة لتمويل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي الجديد خلال تلك الفترة، والتي اتبعها البنك المركزي باللجوء إلى التمويل التضخمي لعجز الموازنة العامة، والذي يعتبر أحد الأسباب الرئيسة والمباشرة لتزايد الضغوط التضخمية، وتدهور سعر الصرف للعملة الوطنية، ومن ثم ارتفاع المستوى العام للأسعار، وارتفاع معدل التضخم إلى ما يزيد عن (70%)[1] في عام 1994، بل وصل في نهاية العام نفسه إلى (104%)، ويمكن استعراض أهم الاختلالات النقدية فيما يلي :-

(1-1-2-1) اختلال العلاقة بين نمو العرض النقدي ونمو الناتج المحلي الحقيقي :

شهدت الفترة (1990 – 1994) اختلالاً كبيراً بين نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) وبين نمو الناتج المحلي الإجمالي، وكما يوضح ذلك الجدول التالي (1: 5) حيث يتضح من بيانات الجدول أن معدل نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع قد ارتفع من (10.1%) عام 1991 إلى (62 %) لعام 1994، وبمتوسط معدل نمو سنوي للعرض النقدي بلغ(32.03%) .

وبالنسبة للناتج المحلي الحقيقي فقد ارتفع من (0.14%) في عام1991 إلى (5.25%) لعام 1992، ثم انخفض وأصبح نموه سالباً بمقدار(-0.5%) للعام 1994، وكان متوسط معدل النمو للناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة (1991-1994) حوالي (2.3%) .

(1) محمد أحمد الأفندي ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية – مرجع سابق ، ص96 .

جدول رقم (1 : 5) معدلات النمو لبعض المؤشرات النقدية (%)

البيان / السنوات	1991	1992	1993	1994	المتوسط
• العرض النقدي (السيولة المحلية) (M2)بمليارات الريالات	83.1	102.7	135.9	220.7	
• معدل نمو العرض النقدي بالمعنى الواسع .	%10.1	%24	%32	%62	%32.03
• حجم الائتمان المحلي (مليارات الريالات)	88.6	111.4	145.3	220.5	
• معدل نمو الائتمان المحلي	%11.3	%25.7	%30.4	%51.8	%29.8
- الاقتراض الحكومي	75.6	97.5	129.2	193.3	
- اقتراض القطاع الخاص	8.7	10	12.7	14.9	
- نسبة اقتراض الحكومة إلى إجمالي الائتمان	%85.3	%87.5	%89	%87.7	%87.4
- نسبة اقتراض القطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان	%9.8	%9	%8.7	%6.8	%8.6
• معدل نمو الناتج المحلي الاسمي	%18.7	%25.1	%21.3	%22.7	
• معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي	%0.14	%5.25	%4.25	(0.5-)	%2.3
• مرونة الإفراط النقدي	72.9	4.6	7.5	124	
• مرونة إفراط الائتمان المحلي	61.4	4.5	7.2	103.6	

المصدر: البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والدراسات الاقتصادية، التقارير السنوية للأعوام (1991- 1994).

- كتاب الخطة الخمسية الأولى .

من الاستعراض السابق لبيانات الجدول (1 : 5) يتضح عدم التناسب بين معدل نمو العرض النقدي ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي ، حيث ارتفع حجم العرض النقدي بمعدلات كبيرة دون اعتبار لتناسب تلك الزيادة مع نمو الناتج المحلي الحقيقي .

وكانت الزيادة في نمو العرض النقدي لتلبية احتياجات تمويل عجز الموازنة، ويتضح ذلك من خلال قياس نسبة الإفراط النقدي (وهي التغير في نسبة العرض النقدي منسوباً إلى التغير في الناتج المحلي الإجمالي)، فقد بلغت مرونة الإفراط النقدي في عام1991 (72.9%) ووصلت إلى (124%) في العام 1994، وهذا يعني أن كل زيادة في الناتج الحقيقي بنسبة(1%) في العامين (1991، 1994) قد قابلتها زيادة في السيولة النقدية بنسبة (72.9% ،124%) على التوالي، مما يدل على أن حجم الإفراط كان كبيراً، والإفراط النقدي السابق يعكس حجم الإفراط في الائتمان المحلي وخصوصاً الائتمان المحلي المقدم للحكومة لتمويل عجز الموازنة العامة، وبالنظر في الجدول السابق يتضح أن حجم الائتمان بصورة قروض للحكومة يمثل العنصر المؤثر على زيادة العرض النقدي، وبالتالي زيادة الاختلال بين معدل نمو العرض النقدي ومعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي، حيث كان متوسط معدل نمو الائتمان المحلي خلال الفترة(1990-1994) هو(29.8%) وكان ذلك المعدل مرتفعاً إلا أن تخصيص الائتمان قد اتسم بالتحيز لصالح الحكومة وزيادة الارتباط بين العمليات المالية والعمليات النقدية بشكل أدى إلى تعميق تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية، وفقدان السياسة النقدية لاستقلالها في تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي كما سيتضح في الفقرات التالية :-

أولاً : التحيز في تخصيص الائتمان المحلي :

يتضح من الجدول السابق (1 : 5) أن الحكومة استأثرت بالنصيب الأكبر من حجم الائتمان المحلي وكان ذلك على حساب القطاع الخاص، حيث كان متوسط نصيب الحكومة من الائتمان خلال الفترة(1990-1994) ما يعادل (87.4 %) من حجم الائتمان المحلي، وكان متوسط نصيب القطاع الخاص من إجمالي الائتمان المحلي ما يعادل (8.6%)لنفس الفترة، وهذا يدل على ضعف التخصيص الأمثل للائتمان المحلي والذي لا يشجع على وجود بيئة استثمارية محفزة ومشجعة للقطاع الخاص .

ثانياً : تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية :

يتضح ذلك من خلال استئثار الحكومة بالنصيب الأكبر من حجم الائتمان المحلي وتغطية عجز الموازنة العامة من هذا الائتمان، وأصبحت العمليات النقدية مجرد تابع للعمليات المالية، وبالنظر إلى الجدول التالي (1 : 6) والذي يوضح العلاقة بين تطور عجز الموازنة العامة للدولة وحجم التمويل المقدم من الائتمان المحلي خلال الفترة(1990 -1994)، وتظهر بيانات الجدول أن معدل التمويل المصرفي لعجز الموازنة كان مرتفعاً خلال الفترة، وخصوصاً في عام1992 حيث بلغ نسبة(227.5%)، ثم تذبذب في العامين(1993، 1994)ما بين (45% ، 44%) على التوالي . يتضح مما سبق أن متوسط نمو التمويل المصرفي لعجز الموازنة للفترة(1991-1994) قد بلغ 70.8% ، وهذا تسبب في زيادة السيولة المحلية وبمعدل نمو وسطي بلغ نحو(32%)لنفس الفترة، وكما يتضح ذلك من بيانات الجدول التالي (1: 7) والذي يبين بعض المؤشرات النقدية للقطاع المصرفي خلال الفترة (1990- 1994) .

جدول رقم (1 : 6) عجز الموازنة والتمويل المصرفي لذلك العجز وبعض المؤشرات المالية والنقدية ،للفترة(1991-1994) بمليارات الريالات

السنة / البيان	1991	1992	1993	1994	المتوسط
• عجز الموازنة العامة للدولة بمليارات الريالات والممول محلياً	6.1	22.9	30.9	44.3	
• التمويل المصرفي المحلي لعجز الموازنة (بالمليارات)	6.7	21.9	31.7	45.6	
• معدل نمو العجز الكلي للموازنة(فعلي)%.		275	35	43.4	
• معدل تغير التمويل المصرفي للعجز	33.1-	227.5	45.1	43.7	70.8
• نسبة التمويل المصرفي للعجز إلى الناتج المحلي الإجمالي%	6	16.2	18.7	20.9	
• معدل التضخم (نسبة التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك)	45	50.7	62.4	104	65.5
• معدل نمو سعر الصرف الموازي (نهاية الفترة)% .	68	44.8	58.9	47.6	55

المصدر:- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والدراسات الاقتصادية، التقارير السنوية للأعوام (1990 – 1995).

ونخلص مما سبق إلى أن الإفراط في الائتمان واستحواذ الحكومة على الجزء الأكبر من هذا الائتمان، قد سبب اختلالاً كبيراً في العلاقة بين نمو العرض النقدي ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وأدى إلى تفاقم معدل التضخم ، حيث تشير الإحصائيات السنوية لصندوق النقد الدولي للفترة (1991-1994)أن معدل التضخم خلال هذه الفترة كان(44.9 %،50.6%،62.3%،71.8%)[1] على التوالي، بل وصل وفق بعض التقديرات إلى(104%)[2] في نهاية عام 1994 وتدهور قيمة العملة الوطنية حيث وصل سعر صرف الريال مقابل الدولار(101ريالاً) لكل دولار واحد نهاية عام1994[3].

(2 -2-1-1) : ضعف كفاءة النظام المصرفي :

اتسم النظام المصرفي اليمني بضعف كفاءته ووساطته المالية نظراً لارتفاع تكلفة الوساطة المالية وضعف المنافسة للفترة(1990-1994) كما يتضح ذلك من خلال دراسة المؤشرات النقدية التالية:-

أولاً : ارتفاع نسبة العملة المصدرة للتداول خارج البنوك :

يتضح من بيانات الجدول التالي (1: 7) ارتفاع نسبة العملة المتداولة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي من (53 %) في عام 1990 إلى (58.1%) في عام 1993 ثم انخفضت إلى (50.3 %) للعام 1994، ومتوسط النسبة للعملة المتداولة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي خلال الفترة(1990-1994) بلغت(54 %) وهي نسبة مرتفعة، أما نسبة العملة المتداولة إلى إجمالي الودائع فقد ارتفعت من(131.3%) لعام1990 إلى (232.2 %) للعام 1994.

---

(1) -World Economic and Financial surveys ,World Economic outlook , October,1995,IMF,Washington, d.c,107

(2) عبد العزيز السقاف ، "تقييم الجانب النقدي والمالي في برنامج الإصلاح الاقتصادي" بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني المنعقد في صنعاء،خلال الفترة (18-20) إبريل 1998 ،مجلة الثوابت 1999 ، ص 488 .

(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء ،نشرة إحصائية مالية ، أكتوبر -ديسمبر1996 ص37 .

جدول رقم (1 : 7) بعض المؤشرات النقدية للقطاع المصرفي ، خلال الفترة(1990 – 1994) بمليارات الريالات

البيان / السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	المتوسط
• العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)	75.5	83.1	102.7	135.9	220.7	
• معدل نمو العرض النقدي (%)	%32	%10.1	%23.6	%32.3	%62	
• الودائع المختلفة	30.4	32	35.9	41.5	87.1	
• العملة المصدرة للتداول خارج البنوك	39.9	45.2	55.5	79	111	
• نسبة العملة المتداولة إلى إجمالي عرض النقود(%)	%53	%54.4	%54	%58.1	%50.3	%54
• نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي الودائع(%)	%131.3	%141.3	%154.6	%190.4	%232.2	
• السلفيات والقروض	10.5	12.8	14	16.2	27.6	
• نسبة القروض والسلفيات إلى الودائع	%34.5	%40	%38.9	%39	%31.7	%36.8
• قروض المؤسسات العامة والحكومة	2.9	4.1	4	3.5	10	
• قروض الجمهور	7.6	8.7	10	12.7	17.6	
• الاحتياطات لدى البنك المركزي	19.5	19.1	23.7	25	31	
• نسبة الاحتياطات إلى الودائع	%64	%59.7	%66	%60.2	%35.6	
• نسبة قروض الجمهور إلى الودائع	%25	%27.2	%27.9	%30.4	%20.2	

البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والدراسات الاقتصادية ، التقارير السنوية للأعوام (1994، 1995) .

وهذا يدل على ارتفاع نسبة العملة المتداولة خارج القطاع المصرفي، وهذا يعني ضعف كفاءة النظام المصرفي بصورة عامة في سحب فائض السيولة النقدية لدى الجمهور.

ثانياً :-هيكل القروض والسلفيات في البنوك التجارية:-

يبين الجدول السابق(1 : 7) أن نسبة القروض والسلفيات إلى إجمالي الودائع كانت بنسبة(39%) في عامي(1992 ،1993)، ثم انخفضت إلى(31.7%) عام1994، ويلاحظ أنها كانت في الفترة(1990-1994) تقل عن الواحد الصحيح في جميع الأعوام، وهذا يدل على ضعف كفاءة البنوك التجارية في توظيف الأموال في مجالات الاستثمار المختلفة[1]، في الوقت نفسه اتجهت البنوك لتوظيف فوائضها النقدية لدى البنك المركزي بدلاً من إقراضها للجمهور، وهذا ما تدل عليه نسبة احتياطيات البنوك التجارية في البنك المركزي إلى إجمالي الودائع، حيث كانت هذه النسبة كما يلي(64% ، 59.7% ، 66% ، 60.2 % ، 35.6%)للفترة (1990-1994) على التوالي، أما الإقراض للجمهور إلى إجمالي ودائع البنوك فقد كانت في عام1990 بنسبة(25%) وارتفع إلى (27.2 %)في العام 1991، وكانت النسبة نفسها للعام1992، ثم ارتفع إلى(30.4 %) في العام1993، ثم عاود الانخفاض إلى(20%) للعام1994، وهذا يدل على ضعف كفاءة النظام

(1) محمد أحمد الأفندي ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية ،مرجع سبق ذكره ،ص102.

المصرفي لسحب السيولة النقدية وتوظيفها في الاستثمار، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها ما هو ديني بسبب شبهة التعامل بالربا، ومنها ما هو مصرفي مثل ضعف المنافسة في السوق المصرفي، واضطراب أهداف وأدوات السياسة النقدية، وتحيز السياسة الائتمانية إلى الجانب الحكومي مما سبب مزاحمة البنك المركزي للقطاع الخاص، وكذلك عدم الاستقرار السياسي الذي مرت به اليمن خلال تلك الفترة .

(1-1-2 –3) :- ضعف فاعلية أدوات السياسة النقدية:-

تتمثل أدوات السياسة النقدية التقليدية في (عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم، نسبة الاحتياطي والسيولة والسقوف الائتمانية).

وكما هو معروف تستخدم سياسة سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة في التأثير على حجم الائتمان الكلي، وبالتالي التأثير على القاعده النقدية ومن ثم التأثير على العرض النقدي .

وتقوم نسبة الاحتياطي والسيولة بالتأثير على حجم الودائع المصرفية وعلى حجم الائتمان، ولكن استخدام البنك المركزي اليمني لتلك الأدوات كان محدوداً، ويتضح ذلك كما يلي:-

أولاً :- سياسة سعر الخصم :-

اتسمت سياسة سعر الخصم بالاستخدام المحدود من قبل البنك المركزي خلال الفترة(1990-1994) وكان من الأسباب أن البنوك التجارية خلال تلك الفترة لم تكن بحاجة إلى الاقتراض من البنك المركزي نظراً لتراكم السيولة لديها، مع العلم أن البنوك خلال العامين(1992،1991) لم تقترض شيئاً من البنك المركزي، ولكن في العامين(1994،1993) تم الاقتراض بالمبالغ التالية (4.6مليون ،40مليون ريال)، بل لجأت البنوك إلى إيداع فوائضها النقدية في البنك المركزي نظير فائدة تحصل عليها، وكان هدف البنك المركزي من تلك الفائدة هو امتصاص السيولة الفائضة لدى البنوك التجارية، ولكن كان ذلك على حساب القطاع الخاص بتوظيف الأموال في مجالات الاستثمارات الحقيقية .

ثانياً :- عمليات السوق المفتوحة :-

لا يقوم البنك المركزي بممارسة هذه الأداة نظراً لتخلف الجهاز المصرفي ، إضافة إلى عزوف الأفراد عن التعامل بالسندات ذات الفائدة الثابتة لتعارض ذلك مع أحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك احتياج الحكومة لتمويل العجز خلال الفترة(1990 – 1994) من خلال الاقتراض المباشر من البنك المركزي .

ثالثاً :- نسبة الاحتياطي القانوني :-

كانت هذه الأداة النقدية المستخدمة من قبل البنك المركزي بصورة دائمة خلال تلك الفترة للتأثير على الائتمان، غير أن سياسة التمييز في النسب حسب نوعية الودائع بالعملة المحلية أو الأجنبية قد أثرت سلباً على الودائع بالريال لصالح الودائع بالعملات الأجنبية، وبالتالي اهتزت الثقة بالعملة الوطنية .

رابعاً :- ازدواجية نظام سعر الصرف :-

شهدت الفترة(1990-1994) ازدواجية نظام سعر الصرف(النظام الثنائي)، حيث شهدت تلك الفترة ثباتاً مطلقاً في السوق الرسمي وتدهوراً كبيراً في السوق الموازية . ونظاما سعر الصرف هما:-

1- سعر الصرف الرسمي : ويتحدد بإرادة السلطات النقدية. 2- سعر الصرف الموازي : ويتحدد بقوى السوق وغيرها من العوامل السياسية .

واتخذ سعر الصرف الرسمي خمسة معدلات خلال الفترة(1990-1994) وهي :

1- (12) ريالاً للدولارالواحد، واستخدم هذا السعر في المعاملات الخارجية الحكومية ، تم العمل به في فبراير1990 .

2-(5.5) ريالاً للدولارالواحد، كسعر خاص بالدبلوماسيين اليمنيين في الخارج .

3- (25) ريالاً للدولار الواحد، واستخدم في احتساب مشتريات البنك المركزي من النقد الأجنبي من شركات النفط الأجنبية، وكذلك في احتساب المعونات الثنائية ومتعددة الأطراف، تم العمل به في إبريل 1993 .

4- (18) ريالاً للدولار الواحد، واستخدم في التقييم الجمركي عدا السلع الغذائية المدعومة، تم العمل به في يناير 1992.

5- (85) ريالاً للدولار الواحد، وكان بمثابة سعر تدخلي من البنك المركزي لتحقيق استقرار سعر الصرف في السوق الموازي، وتم العمل به في نوفمبر1994.

أما سعر الصرف الموازي: وهو السعر الذي غطى كافة المعاملات الاقتصادية غير الحكومية حيث طبق في أغسطس1990، وشهد هذا السعر تقلبات كبيرة خلال الفترة(1990 – 1994) حيث بدأ هذا السعر بحوالي(12.13)[1] ريالاً للدولار في يناير1990، ثم ارتفع إلى(17.5) ريالاً نهاية عام 1991، ثم أخذ بالارتفاع حيث وصل إلى (42.65 ، 67.75 ، 101)[2]، ريالاً لكل دولار واحد نهاية الأعوام (1992 ،1993 ، 1994) على التوالي .

بحيث كان يصل الفرق في سعر الصرف للريال أمام العملات الأجنبية وخصوصاً الدولار في الصباح والمساء في اليوم نفسه إلى عدة ريالات.

ويلاحظ من الاستعراض السابق تعدد أسعار الصرف في السوق الرسمي وتدهور السعر في السوق الموازي، أي أن الازدواجية في سعر الصرف أدت إلى اختلالات كبيرة لسعر الصرف .

أما سعر الفائدة فقد ظل ثابتاً عند (17%) للقروض التجارية و(15%) على الودائع، حيث ظل سعر الفائدة الحقيقي يمثل رقماً سالباً في ظل المعدلات العالية للتضخم والتي تجاوزت (70%) عام1994، وكانت في المتوسط خلال الفترة (1990-1994) قد تجاوزت (50%).

وفي ظل تلك الأسعار الثابتة للفوائد وارتفاع معدلات التضخم، أدى ذلك إلى هروب المدخرات وعدم توظيفها في القطاع المصرفي، والاتجاه نحو دولرة العملة المحلية لضمان الحفاظ على القيمة الحقيقية للمدخرات .

---

(1) محمد أحمد الأفندي ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية ،مرجع سبق ذكره ،ص109.

(2) البنك المركزي اليمني ،الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء ، نشرة إحصائية مالية ،أكتوبر – ديسمبر 1996 ، ص37.

(1 : 1 : 3) معدل التضخم :-

شهد الاقتصاد اليمني معدلات تضخم مرتفعة خلال تلك الفترة ووصلت إلى أعلى مستوى لها في عام1994، حيث بلغ معدل التضخم نهاية العام 1994 وفق بعض التقديرات حوالي(104%) ويذكر أن اليمن عانت من مختلف أنواع التضخم، حيث عانى الاقتصاد اليمني من الضغط التضخمي الناجم من فائض الطلب بسبب زيادة الطلب على السلع والخدمات على المعروض منها، وخصوصاً خلال النصف الأول من عقد التسعينات، وكذلك عانى الاقتصاد اليمني من الضغوط التضخمية الناجمة عن دفع النفقة الناتجة عن ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج، ولأن اليمن تعتمد في توفير احتياجاتها على الاستيراد فإن اليمن تتعرض لما يسمى بالتضخم المستورد[1]، إضافة إلى ذلك فقد تعرض الاقتصاد اليمني إلى الضغوط التضخمية الناجمة عن الاختلالات الهيكلية، وأبرزها ارتفاع مساهمة القطاعات الخدمية الحكومية وتراجع مساهمة القطاعات الإنتاجية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي ، ويمكن من خلال ما سبق استعراضه أن نخلص إلى أن الاقتصاد اليمني خلال الفترة(1990 -1994) قد تعرض لمختلف أنواع التضخم، إلا أن التضخم النقدي يكاد يكون السمة المميزة للسنوات الأولى من عقد التسعينات[2].

(1) علي الزبيدي ، الضغوط التضخمية وسياسة سعر الصرف في الجمهورية اليمنية ، المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول 1996 ، ص293.

(2) محمدضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية،رسالة دكتوراه ، جامعة اسيوط، ديسمبر 2006، ص 209.

(1 – 1 – 2) اختلالات النمو الاقتصادي :-

النمو الاقتصادي :- يعني الزيادة المتواصلة في الدخل الحقيقي للفرد الواحد في القطر، عن طريق التحسين المتواصل في وسائل الإنتاج في كافة أنحاء القطر[1].

ويعتبر معدل النمو الاقتصادي الذي يتحقق سنوياً في الاقتصاد القومي لأي دولة أهم مقياس لسلامة الأداء والمسار الاقتصادي فيها[2].

ويمكن التمييز بين معدل النمو الاسمي والحقيقي، فمعدل النمو الاسمي هو مقدار الزيادة الاسمية في قيمة السلع والخدمات خلال عام، ويعكس التغير في الكميات والأسعار.

أما معدل النمو الحقيقي فهو مقدار الزيادة في القيمة الحقيقية للسلع والخدمات خلال عام، ويعكس التغير في الكميات[3] .

ولمعرفة معدل النمو الذي حققه الاقتصاد اليمني لا بد من معرفة وتتبع معدل النمو لكل من الناتج المحلي الإجمالي وكذلك النمو لكل من الادخار والاستثمار، وذلك لمعرفة مستوى الاختلال الموجود في الاقتصاد اليمني، وسيتم معرفة ذلك بتتبع الفقرات التالية :-

(1-1-2-1) :- تباطؤ وتدني معدلات النمو الاقتصادي :-

يعد تدني معدل النمو الاقتصادي من أبرز مظاهر الأزمة الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، حيث بلغ متوسط النمو الاقتصادي خلال الفترة (1991-1994) وفقاً للبيانات الرسمية حوالي (2.5%) [4]، غير أن هناك بعض المؤشرات التي تدل على أن معدل النمو كان في الحقيقية سالباً، مثل انخفاض نصيب الفرد من الدخل القومي، وتدني معدلي الاستثمار والادخار[5]، وتظهر خطورة الوضع إذا ما أخذنا بالحسبان الزيادة الكبيرة في معدل النمو السكاني، والذي بلغ حوالي (3.7%)[6]، مما يعني انخفاض متوسط نصيب الفرد من الاستهلاك والادخار ومن ثم الاستثمار، ومن خلال استعراض بيانات الجدول التالي (1 : 8) والذي يوضح الاستهلاك والاستثمار وميزان السلع والخدمات، والناتج المحلي الإجمالي، والناتج القومي الإجمالي، والادخار المحلي

---

(1) محمد سعيد ظافر ،التنمية في اليمن ،تقويم التجربة وخيارات المستقبل ،دراسات في الاقتصاد اليمني ،بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ، كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1996 ، ص6 .

(2) داود أحمد عثمان ،خلل المسار الاقتصادي وعناصر الإصلاح الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ،كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1996 ،ص528 .

(3) سيف العسلي ، النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ،في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي ،بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ، كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1998 .ص172 .

(4) اليمن ، وزارة التخطيط والتنمية ، كتاب الإحصاء السنوي 1996 .

(5) سيف العسلي ، النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 166 .

(6) اليمن، وزارة التخطيط والتنمية، الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2001، ص433.

للأعوام (1990-1994) . ويمكن استعراض بعض محتويات الجدول والتي تهمنا في هذه الفقرة، ولها علاقة بمعدل النمو الاقتصادي وكما يلي:

جدول رقم (1: 8) الاستهلاك والاستثمار وميزان السلع والخدمات، والناتج المحلي الإجمالي والقومي والادخار المحلي للفترة (1990-1994).
بمليارات الريالات

البيان	1990	1991	1992	1993	1994
1-الاستهلاك النهائي الكلي	115.4	159.6	191.5	258.3	301.1
2- الاستثمار الإجمالي	18.4	24.3	43	48	64.4
3- ميزان السلع والخدمات	7.3 -	32.9 -	42.4 -	68 -	59.1 -
4- الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق(1+2+3)	126.5	151	192.1	238.3	306.4
5- الادخار المحلي(4- 1)	11.1	8.6 -	0.6	20 -	5.3
6- فجوة الموارد المحلية*	7.3 -	32.9 -	42.4 -	68 -	59.1 -
7-الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة)	123.75	123.91	130.1	133.7	132.6
8- معدل نمو الناتج بالأسعار الثابتة	--	0.12	4.9	2.8	0.8 -
9- الناتج القومي الإجمالي (مليون دولار)	$8823	$6467	$6248	$5465	$4775
10- متوسط نصيب الفردمن الناتج القومي بالدولار	$ 686	$ 485	$ 452	$ 381	$ 321
11-مكونات الناتج المحلي الإجمالي بسعر المنتج حسب القطاعات					
أ – مجموع الصناعات و منها :	105.3	124	157.9	196.4	261.3
- الزراعة والغابات والصيد	30.6	32.2	44.3	50.9	69.2
- الصناعات الاستخراجية	17.2	15.1	13.7	13.4	18.6
- الصناعات التحويلية	11.8	15.2	21.1	28.5	41.7
- تجارة الجملة والتجزئة والمطاعم والفنادق	10.2	14.9	19.2	26.7	37.1
- النقل والتخزين والمواصلات	18.7	22.4	29.8	39.9	44.6
- التمويل والتمين والعقارات وخدمات الأعمال	10.5	15.7	18.9	23.9	32.6
- أخرى	6.3	8.5	10.9	13.1	17.5
ب- منتجو الخدمات الحكومية	19.6	25.2	32.5	41	48.6
ج- منتجو الهيئات اللاربحية	1.9	2	1.8	3.5	4
الناتج المحلي بعد إضافة الجمارك وخصم الخدمات المصرفية	126.5	151	192.1	238.3	306.4

المصدر:- الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي1999، ص 373، 381.
- وزارة المالية، نشرة إحصائية مالية الحكومة، العدد (4)، يونيو 2001، ص 7.
* فجوة الموارد المحلية = الادخار المحلي – الاستثمار الإجمالي .

<u>معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي :</u>

تشير البيانات الإحصائية الرسمية جدول (1 : 8) أن الناتج المحلي الإجمالي نما خلال الفترة (1991-1994) باستثناء عام 1990 بمعدل نمو حقيقي متوسط 1.8 % [1]، ويتضح من الجدول تزايد الطلب الكلي المتمثل بالاستهلاك وتدني الإنتاج الكلي، ويعبر عنه بفائض الطلب الكلي

---

(1) تضارب الأرقام في الناتج المحلي ومعدلات النمو وغيرها من البيانات تأتي من مصادرها، حيث تختلف البيانات من كتاب إلى آخر من نفس المصدر.

الناشئ عن الفرق بين إجمالي الطلب الكلي الفعال والناتج المحلي الإجمالي، وهو مؤشر هام يعكس مدى الاختلال بين كل من الإنتاج والاستهلاك[1]، ويتضح من بيانات الجدول السابق (1 : 8) أن الناتج المحلي الإجمالي غير قادر على تغطية الاستهلاك الكلي المحلي خلال العامين (1991 ،1993)، حيث بلغ الاستهلاك خلال هذين العامين حوالي(105.7%،108.4%) على التوالي من الناتج المحلي، وكان يتم تغطية فائض الطلب عن طريق الاستيراد للسلع والخدمات بما في ذلك المواد الغذائية، ويتضح من بيانات الجدول السابق الاختلالات الآتية:

- تدني إنتاجية القطاعات السلعية وأكثرها أهمية القطاع الزراعي، ويرجع ذلك إلى أن القطاع الزراعي يشغل أكبر نسبة من القوى العاملة في الاقتصاد تزيد على (50%)[2] وتزايدت بين عامي (1991 - 1994)، في حين أنه يولد نسبة منخفضة من الدخل المحلي لنفس الفترة (تقل عن19%) .

- توليد قطاع الخدمات والتوزيع لأكبر نسبة من الدخل المحلي مقارنة بقطاع الإنتاج السلعي، حيث يرى أحد الباحثين أن هذا الخلل مرده إلى (ارتفاع معدل نمو القطاعات الخدمية عن معدل نمو القطاعات السلعية)[3].

- توليد قطاع الصناعات الاستخراجية والتحويلية متمثل في استخراج وتكرير النفط نسبة عالية حيث يمثل قطاع النفط نسبة مرتفعة من تلك الصناعات، وهي مصادر دخل مؤقتة لا يمكن الاعتماد عليها بصفة دائمة .

- ويظهر الخلل الهيكلي وضعف البنيان الاقتصادي في اليمن من خلال تدني معدل النمو الاقتصادي[4]، حيث يلاحظ أن معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي أقل من معدل نمو السكان، وبالتالي تدهوردخل الفرد سنة بعد أخرى، وتشير بعض البيانات الرسمية وكما هو واضح بالجدول(1: 8) أن نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي انخفض من686$ في عام1990 إلى 321$ للعام1994[5]، وهذا أدى إلى تدهور المستوى المعيشي للسكان، وما يؤكد ذلك هو ارتفاع معدل البطالة حيث تراوح معدل البطالة ما بين(25- 30 %) للأعوام(1990-1993)[6]، وكان ذلك انعكاساً لتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي خلال تلك الفترة، وعدم خلق فرص عمل.

---

(1) حسن ثابت فرحان ، "الميزان التجاري وأسباب حدوث العجز" ،ملحق الثورة الاقتصادي، عدد13411 ،31يوليو 2001 ،ص4 .

(2) عبد الباري الشرجبي ، الفقر و برنامج الإصلاح الاقتصادي ،بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ،إبريل1998 ،ص595.

(3) علي علي الزبيدي ،"الضغوط التضخمية وسياسة سعر الصرف في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني ، تنظيم مجلة الثوابت ، 1996 ص 393 .

(4) داود أحمد عثمان ،خلل المسار الاقتصادي وعناصر الإصلاح الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ،ص528 .

(5) وزارة التخطيط والتنمية ،الجهاز المركزي للإحصاء ،كتاب الإحصاء السنوي لعام1998 ،ص347 .

(6) Document of the World Bank,"Republic of Yemen :Dimensions of Economic Adjustment and Structural Reform" – YEM,May 17,1995.

(2-2-1-1) :- معدلات الادخار والاستثمار:-

يلعب الادخار دوراً أساسياً في عملية النمو الاقتصادي ذلك أن الادخار أهم مصادر تمويل الاستثمار الضروري لتحقيق أي معدل نمو[1]، وكما أن الاستثمار وعلاقته بالادخار يعتبر من أهم محددات النمو الاقتصادي، وعليه يلاحظ من الجدول السابق(1 : 8) فجوة الموارد المحلية والتي تعكس الفجوة القائمة بين المدخرات المحلية وحجم الاستثمارات اللازمة لتحقيق أهداف النمو، حيث يلاحظ وصول فجوة الموارد المحلية في اليمن إلى أعلا مستوياتها في عام 1993 وقد ارتفعت إلى 50% من الناتج المحلي الإجمالي، أي أنها تضاعفت بمقدار يزيد عن ثمانية اضعاف عما كان عليه في عام1990، ويعزى الارتفاع في فجوة الموارد المحلية إلى الزيادة الكبيرة في الاستهلاك الكلي مقارنة بنمو متواضع للاستثمار الإجمالي[2]، كما أن فجوة الموارد المحلية في تلك الفترة كانت من أهم الأسباب التي أدت إلى تدني معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في اليمن خلال الفترة(1990-1994)، وكما يلاحظ في تلك الفترة أن أسعار الفائدة كانت ذات قيمة حقيقية سالبة نتيجة ارتفاع التضخم إلى معدلات عالية، وحصول المدخرين على عائد سالب على مدخراتهم، وتدني سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية، مما جعل المستثمرين يفقدون الثقة بالعملة المحلية واستبدالها بالعملات الأجنبية خوفاً من انخفاض القيمة الحقيقية لمدخراتهم، وهكذا أدت تلك الأوضاع إلى إلغاء الحافز على الادخار وإضعاف دور المؤسسات المالية في القيام بدورها الطبيعي في اقتصاد السوق الحر، وذلك في جذب المدخرات للأفراد وقيامها بالاستثمار وتقديم القروض للمستثمرين، إضافة إلى عدم وجود البيئة الإدارية والسياسية والأمنية الجاذبة للاستثمار المحلي والأجنبي، و يتضح من بيانات الجدول (1: 8) أن الناتج المحلي الإجمالي يذهب بأكمله للاستهلاك، مما يعني أن معدل الادخار المحلي يصل إلى الصفر أو قد يكون سالباً، ويمثل هذا الوضع أحد أهم الاختلالات الهيكلية في اليمن، ويتضح أيضاً من بيانات الجدول اتساع فجوة الموارد بين المدخرات المحلية وحجم الاستثمارات اللازمة لتحقيق أهداف النمو، حيث يتم الاعتماد على العالم الخارجي في سد فجوة الموارد المحلية وما يقابله من فجوة التجارة الخارجية، كما ينذر بمخاطر ليس فيما يتعلق برصيد رأس المال والتراكم الرأسمالي الحالي فحسب، وإنما الحد من إمكان تحقيق نمو في المستقبل[3] .

---

(1) سيف العسلي ، النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ،في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي ، مرجع سابق ، ص175.

(2) اليمن، وزارة التخطيط والتنمية، تقرير التنمية البشرية 1998، الطبعة العربية، بيروت، 1999، ص28.

(3) يحيى يحيى المتوكل ، الإصلاحات الاقتصادية وفجوة الموارد المحلية، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني، إصدار، مجلة الثوابت ، إبريل 1998 ، ص 368 .

(1-1- 3):- اختلالات ميزان المدفوعات :-

عانى ميزان المدفوعات خلال الفترة (1990 – 1994) من استمرار العجز الهيكلي في الميزان التجاري، وصاحبه ارتفاع حجم العجز في الميزان الخدمي واستمرار العجز فيه، وكان للاختلال الهيكلي والعجز المتنامي في الميزان التجاري انعكاسات سلبية على ميزان المدفوعات الذي حقق عجزاً كمتوسط سنوي خلال الفترة (1990- 1994) بلغ (763$) مليون دولار، والجدول التالي (1 : 9) يوضح ميزان المدفوعات اليمني خلال تلك الفترة .

جدول رقم (1 : 9) ميزان المدفوعات اليمني خلال الفترة (1990 – 1994) ،بملايين الدولارات .

البيان	1990	1991	1992	1993	1994
أولا :الحساب الجاري ومنها :	738.6	661.2 -	1110.1 -	1284.4 -	265.5
1- الميزان التجاري	102.8 -	723.6 -	840.3 -	971.2 -	216.7
- الصادرات	1384.4	1196.9	1094.9	1166.9	1791.5
- الواردات	1487.2 -	1920.5 -	1935.5-	2138.1 -	1574.8 -
2- ميزان الخدمات	977.7 -	1090.3 -	1300.7 -	1353.9 -	1065.2 -
- مقبوضات	196.7	268.8	240	225.8	195.5
- مدفوعات	1174.4 -	1359.1 -	1540.7 -	1579.7 -	1260.7 -
3- التحويلات الخاصة	1473.8	953.4	992.9	1013.6	1044.3
- مقبوضات	1498.2	998.3	1018.2	1038.6	1059.3
- مدفوعات	24.4 -	44.9 -	25.3 -	25 -	15 -
4- التحويلات الرسمية	345.3	199.3	38.3	27.1	69.7
- مقبوضات نقدية	114.2	25			
- مقبوضات عينية	231.1	174.3	42	27.6	71.3
- مدفوعات	--	--	3.7 -	0.5 -	1.6 -
ثانياً :- حساب رأس المال	47.1 -	169.7 -	83.2 -	77.6	446.1 -
معاملات ميزان المدفوعات	691.5	830.9 -	1193.3 -	1206.8 -	180.6 -
الخطأ والسهو	696.1 -	41	194.8 -	135.8	379.9 -
* الميزان الكلي	4.6 -	789.9 -	1388.1 -	1071 -	560.5 -

المصدر:- اليمن، وزراة التخطيط والتنمية، الخطة الخمسية الأولى للتنمية الاقتصادية والاجتماعية،1996- 2000(صنعاء1995)ص65.

ويتضح من بيانات الجدول (1 : 9)، والذي يوضح وضع ميزان المدفوعات اليمني خلال الفترة (1990 – 1994)، ويمكن معرفة وتحليل الاختلالات في ميزان المدفوعات وحجم العجز فيه وبحسب مكوناته المختلفة كما يلي :-

(1- 1-3- 1) :- الحساب الجاري :-

حقق الحساب الجاري والذي يضم الميزان التجاري وميزان المدفوعات والتحويلات الخاصة والرسمية خلال الفترة (1991-1993) عجزاً متوسطاً سنوياً وكما يوضح ذلك الجدول السابق (1 : 9) بلغ حوالي (1018.57)مليون دولار أمريكي[1]، وما خفف من حدة العجز هو الفائض المرتفع الذي حققته التحويلات الخاصة مما أسهم بدوره في التخفيف من حدة العجز في الحساب الجاري، ويمكن توضيح أوجه الاختلال في الحساب الجاري من خلال استعراض مكوناته كما يلي :

(1-1-3 - 1- أ) :- الميزان التجاري :-

ارتفع العجز في الميزان التجاري وكما يوضحه الجدول السابق (1 : 9) من (- 102.8$) مليون دولار عام1990 إلى (- 971.2$) مليون دولار في العام 1993، ثم تراجع في العام 1994 ليحقق فائضاً بمبلغ (216.7$)مليون دولار، وكان السبب في ذلك ارتفاع الصادرات النفطية من جهة ، حيث بلغت قيمة صادرات النفط الخام خلال الفترة (1990 – 1994) المبالغ التالية: ((1202.9)، (1011.4)، (855.3)، (833.7)، (1610.8)) مليون دولار أمريكي على التوالي، في حين بلغت قيمة بقية الصادرات حوالي (181.5، 185.5، 239.6، 180.7، 333.2) مليون دولار أمريكي[2]، وكذلك انخفاض الواردات من جهة أخرى حيث انخفضت من (2138$) مليون دولار أمريكي في عام1993، إلى (1575$) مليون دولار أمريكي في العام 1994. أما الواردات في الأعوام (1990 – 1992) فقد ارتفعت من (-1487.2$) في عام 1990 إلى (- 1935.5$) في العام 1992 .

ويتضح من بيانات الجدول السابق أن متوسط الصادرات والواردات خلال الفترة (1990 – 1994) كانت على النحو التالي : بلغ متوسط مقبوضات الصادرات السنوية (1326.9$) مليون دولار، وكانت صادرات النفط تمثل النسبة الأكبر من إجمالي الصادرات حيث بلغت في المتوسط للفترة (1990-1994) نسبة ما يقارب (83%) من إجمالي الصادرات، في حين بلغ متوسط مدفوعات الواردات (1811.2 $) مليون دولار خلال نفس الفترة.

---

(1) محمد علي حزام المقبلي ، الإصلاحات الاقتصادية وانعكاساتها على التجارة الخارجية ،في الجمهورية اليمنية (1990-2001) ، ص 115 .

(2) وزارة التخطيط والتنمية ،الخطة الخمسية الأولى للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (1996-2000)(صنعاء1995) ، ص65 .

(1-1-3-1 - ب) :- ميزان الخدمات والتحويلات (الحساب غير المنظور) :-

1 – ميزان الخدمات :-

حقق ميزان الخدمات عجزاً متصاعداً خلال الفترة (1990 – 1994) ، بسبب زيادة المدفوعات عن المقبوضات، حيث ارتفع العجزمن (- 977.7 $) مليون دولار أمريكي، إلى (-1353.9$) مليون دولار في العام 1993، ثم انخفض ليحقق عجزاً مقداره (-1065.2$) في العام 1994، حيث حقق ميزان الخدمات عجزاً متوسطاً سنوياً خلال الفترة (1990 - 1994) بلغ حوالي (- 1157.6$) مليون دولار أمريكي، وكان سبب ذلك العجز هو محدودية مصادر مقبوضات الخدمات والتي تشمل السياحة ورسوم توقيع الاتفاقيات النفطية، وفوائد الأصول الخارجية للجهاز المصرفي، فيما تشمل مدفوعات الخدمات بنوداً هامة لا بد من الوفاء بها، مثل: رسوم الشحن والتأمين على الواردات، ومستحقات فوائد الدين والنفقات الجارية والأرباح للشركات الأجنبية .

2 – التحويلات الخاصة :-

حققت التحويلات الخاصة فائضاً خلال الفترة (1990 - 1994) حيث بلغ هذا الفائض في المتوسط السنوي مبلغ (1095.6$) مليون دولار أمريكي، وتتمثل تلك التحويلات الخاصة بتحويلات المغتربين اليمنيين من الخارج، ولكن من الملاحظ انخفاض التحويلات الخاصة من (1473.8$) مليون دولار أمريكي في عام1990 إلى (953.4$) مليون دولار في العام 1991، ولكنها عاودت بالارتفاع ووصلت إلى (1044.3$) مليون دولار أمريكي في عام 1994، وقد ساهمت تلك التحويلات في امتصاص وتقليل حدة العجز في الحساب الجاري[1].

3 – التحويلات الرسمية :-

تميزت التحويلات الرسمية بانخفاض حجمها وخاصة خلال السنوات (1992- 1994) مقارنة بالعامين (1990 ، 1991) وكما هو واضح من الجدول السابق (1 : 9) وقد حققت التحويلات فائضاً خلال الفترة (1990- 1994) بلغ في المتوسط (135.94$) مليون دولار، وتتضمن المقبوضات من التحويلات الرسمية المنح العينية والنقدية، بينما المدفوعات تمثل الاشتراكات في المنظمات الدولية[2].

---

(1) مطهر العباسي ، السياسات الاقتصادية وميزان المدفوعات في اليمن ،خلال الفترة (90 – 94) ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ،كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1996 ،ص 246 .

(2) محمد بلفقيه ، " ميزان المدفوعات اليمني " بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ،كتاب صادر عن مجلة الثوابت1996، ص309.

(1-1- 3- 2) :- حساب رأس المال :-

حقق حساب رأس المال وكما يتضح ذلك من الجدول السابق (1 : 9) عجزاً خلال الفترة (1990- 1994) باستثناء عام 1993، الذي حقق فائضاً بمبلغ ($77.6) مليون ريال، حيث تذبذب حساب رأس المال بالارتفاع والانخفاض، وقد كان العجز في عام1990 (- $47.1) مليون دولار، وارتفع العجز ليصل إلى (-$446.1) مليون دولار في العام 1994 ، ويرجع العجز في حساب رأس المال إلى انخفاض مسحوبات القروض وتأخر الحكومة في سداد أقساط القروض وخدماتها، وتعتبر القروض الخارجية، ومستحقات خدماتها أحد الأسباب الرئيسة لاختلال ميزن المدفوعات خلال الفترة(1990 – 1994) [1] ، حيث بلغت القروض الخارجية حتى نهاية 1993 حوالي ($8.5) مليار دولار وهو ما يساوي ضعف الناتج المحلي الإجمالي[2].

(1-1- 3 - 3) :- الميزان الكلي (الموقف النهائي لميزان المدفوعات) :-

حقق ميزان المدفوعات بالموقف النهائي عجزاً ، حيث بلغت قيمته (-4.6 ، - 789.9 ، - 1388.1 ، - 1071 ، - 560.5) مليون دولار أمريكي خلال الفترة (1990 -1994) على التوالي، وقد شكل ذلك العجز ما نسبته(0.05%، 12.04%، 21.5 %، 18.14 %، 10.32 %) من الناتج القومي الإجمالي خلال الفترة (1990 – 1994) على التوالي، ومن الأسباب التي أدت إلى ذلك الاختلال والعجز في ميزان المدفوعات[3]، الاختلال الهيكلي في الميزان التجاري الناتج بسبب ضعف قاعدة الصادرات، وكبر حجم الواردات السلعية وكذلك حجم القروض الخارجية وأعبائها .

---

(1) لطيفة الثور، التجارة الخارجية وميزان المدفوعات اليمني، خلال الفترة(1990- 2000)، ورقة عمل غير منشورة مقدمة إلى ندوة التجارة الخارجية في ظل الإصلاحات الاقتصادية المنعقدة بصنعاء خلال الفترة (11-12 نوفمبر2000) ،ص8 .

(2) محمد بلفقيه ، " ميزان المدفوعات اليمني " بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ،مرجع سبق ذكره ص310 .

(3) اليمن، وزارة التخطيط والتنمية، الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2001، ص442.

المبحث الثاني

تطور أهم المؤشرات الاقتصادية بعد تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1995 – 2006) .

شرعت الحكومة اليمنية في تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري في مطلع عام 1995 بالتعاون مع كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبدعم من الجهات المانحة الأخرى، والذي أطلق عليه (برنامج التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي) خلال الفترة(1995-2000)، واستمرت عملية الإصلاحات الاقتصادية والإدارية في إطار الخطة الخمسية الثانية (2001-2005)، وتعزز الالتزام بمواصلة تنفيذ الإصلاحات في ظل استراتيجية التخفيف من الفقر(2003-2005)، وللتعرف على مستوى النشاط الاقتصادي للجمهورية اليمنية وقياس أدائه بعد تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي، يتطلب الأمر دراسة بعض المؤشرات الاقتصادية والتي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي، ومستويات التحسن التي طرأت عليه خلال الفترة (1995-2006)، ومن أبرز هذه المؤشرات ما يلي : -

(1 : 2 : 1) التطورات المالية والنقدية:-

يتم التعرف على التطورات المالية والنقدية ، من خلال التعرف على هيكل الموازنة العامة للدولة وإطارها العام، وكذلك معرفة أداء الجهاز المصرفي، وتأمين الاستقرار الاقتصادي الكلي في جانبه النقدي من خلال التعرف على كيفية استخدام الجهاز المصرفي لأدوات السياسة النقدية المختلفة، وذلك من خلال دراسة المطالب التالية :

(1 – 2 – 1 – أ) تطورات الموازنة العامة للدولة:-

تعتبر الموازنة العامة للدولة من المؤشرات الهامة والتي توضح الوسيلة التي تستخدمها الدولة من أجل تحريك النشاط الاقتصادي ، كما تعتبر أداة هامة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتسريع معدلات النمو الاقتصادي(1)، وخصوصاً أن اليمن كغيره من البلدان النامية يتصف بضعف معدلات الادخار، والجدول التالي (1 : 10) يوضح التطورات التي حصلت على الموازنة العامة لليمن خلال الفترة (1995 – 2006) .

(1) بدر صالح عبدي ، جعفر منعيم " الموازنة العامة وأثرها على النموالاقتصادي في اليمن" ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد (5) ، أكتوبر –ديسمبر 2002، صنعاء، ص 139-140.

جدول رقم (1 : 10) تطور وهيكل الموازنة العامة للجمهورية اليمنية خلال الفترة(1995 – 2006) مليار ريال .

البيان / السنة	الإيرادات العامة (شاملة القروض والمساعدات)	النفقات العامة(جارية + رأسمالية)	موقف الموازنة (عجز / فائض)	نسبة تمويل عجز الموازنة إلى إجمالي العجز %: التمويل المحلي: مصرفي	غير مصرفي	إجمالي التمويل المحلي	التمويل الخارجي	الناتج المحلي الإجمالي مليار ريال	(نسبة العجز/ الفائض) إلى الناتج المحلي
1995	93314	119880	(26566)	89	11	87.9	12.1	516643	(5.1)
1996	232225	232755	(530)	(139)	39	3.2	96.8	733552	(0.07)
1997	299752	307568	(7816)	(223)	109	38.7	61.3	878884	(0.89)
1998	244570	301431	(56861)	49	51	71.7	28.3	844240	(6.7)
1999	360791	342933	17858	(193.8)	93.8	(92.5)	192.5	1172794	1.5
2000	588689	493731	94958	(120.4)	20.4	102.6	(2.6)	1560926	6.1
2001	553084	506761	46323	(192)	92	(85.7)	(14.3)	1684554	2.7
2002	567672	576792	(9120)	(128.3)	13.4-	38.1	(138.1)	1878007	(0.5)
2003	672293	762766	(90473)	94.3	19.7	(1.8)	(98.2)	2160608	(4.2)
2004	820564	875623	(55345)	(184.7)	84.7	93.4	6.6	2563490	(2.2)
2005	1121288	1179341	(58053)	(71)	89	65	35	3208501	(1.8)
2006	1450945	1418589	(32356)	(204)	104	(1471.2)	41.2	3760038	(0.9)

المصدر : ـــ وزارة التخطيط والتعاون الدولي ،الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002 ، 2004 ، 2006 .

ـــ الأرقام بين الأقواس تمثل عجزاً .

ـــ النسب من عمل الباحث .

سبق أن عرفنا في المبحث الأول أن الموازنة العامة خلال الفترة (1990 -1994) عانت من عجز مطرد خلال هذه الفترة، ووصل إلى أقصاه خلال العام 1994 حيث بلغ نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي (20.3%)، وهي أكبر نسبة له طوال فترة الدراسة، ويتضح من بيانات الجدول (1 : 10) أن عجز الموازنة كانت السمة السائدة أيضاً خلال الفترة (1995-2006)، باستثناء الأعوام(1999 ، 2000 ،2001 ،2006) والذي تحقق فيها فائض، إلا أن متوسط نسبة عجز الموازنة إلى الناتج الإجمالي انخفض من (15.2%) خلال الفترة (1990-1994) إلى حوالي (3 %) خلال الفترة (1995-2006)، وبنسبة انخفاض قدرها (76%)، مما يشير إلى نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي النسبي من خلال التقليص المستمر لعجز الموازنة، وسوف نستعرض هيكل الموازنة من خلال الآتي :

أولاً : الإيرادات العامة :

تبنت الحكومة برنامجاً للإصلاح الاقتصادي ومن ضمن ذلك البرنامج زيادة إيراداتها وتنويع مصادرها بالإضافة إلى ترشيد النفقات العامة، ويتضح من بيانات الجدول التالي(1 : 11) ما يلي :
حصل تحسن ملحوظ على وضع الإيرادات العامة حيث ارتفعت بنسبة متوسطة (31.8%) من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995- 2006) مقارنة بنسبة (19.2%) خلال الفترة (1990-1994) .

جدول رقم (1 : 11) تطور الإيرادات العامة خلال الفترة (1995-2006) . (مليون ريال)

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1- إجمالي الإيرادات العامة ومنها	93314	232225	299752	244570	360791	599902	553084	567672	672293	820564	121288	1450945
2- الإيرادات الجارية منها	89267	213540	286841	221722	334589	583398	546255	559824	662808	801579	1104449	1445925
أ- إيرادات الضرائب	42662	64898	77835	80832	89745	110990	121976	137987	152918	186539	234894	266100
ب- إيرادات نفطية وأخرى	46605	148342	209006	140890	236244	472408	424279	421837	509890	615040	869555	1179825
3- إيرادات رأسمالية شامله القروض والمنح والمساعدات	4047	18685	12911	22848	34802	16504	7549	7848	9485	18985	16839	5020
نسبة (1:2) %	95.7	92	95.7	91	93	97	98.7	98.6	98.6	97.7	98.5	99.7
نسبة (أ:2) ؟%	48	30.5	27	36	29	19	22	25	23	23	22	18
نسبة (ب: 2)%	52	69.5	73	64	71	81	78	75	77	77	78	82
نسبة (3:1)%	4.3	8	4.3	9	7	3	1.3	1.4	1.4	2.3	1.5	0.3
نسبة الإيرادات العامة إلى الناتج الإجمالي %	18	31.6	34	29	31	38	33	30	31	32	35	39

المصدر : ــ وزارة التخطيط والتعاون الدولي ،الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002 ، 2004 ، 2006 .

ــ الأرقام بين الأقواس تمثل عجزاً .

ــ النسب من عمل الباحث.

ويلاحظ تذبذب الإيرادات العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومرد هذا يرجع إلى تذبذب العائدات النفطية بسبب تقلبات الأسعار في السوق العالمية، وعند تحليل هيكل الإيرادات العامة في اليمن يتضح أنها تتكون من :

1 – الإيرادات الجارية :

وتتكون من الإيرادات الضريبية المباشرة وغير المباشرة، والإيرادات النفطية والإيرادات الأخرى وقد كان متوسط النمو السنوي للإيرادات الجارية خلال الفترة(1990-1994) حوالي (15%) ثم ارتفع خلال الفترة(1995- 2006)إلى حوالي(42%)، كما كان متوسط نسبة الإيرادات الجارية إلى الإيرادات العامة وفق بعض الدراسات حوالي(95%)خلال الفترة(1990-1994)[1]، وارتفعت تلك النسبة إلى حوالي (96%) خلال الفترة (1995-2006)، مما يشير إلى أن الإيرادات الجارية ظلت الأساس في تركيب الإيرادات العامة، وقد شكلت الإيرادات النفطية النسبة الأكبرمن تلك الإيرادات حيث ارتفعت من(45.7%) من إجمالي الإيرادات الجارية في عام1995 إلى (81.3%) من إجمالي تلك الإيرادات لعام 2006، وباستعراض بيانات الجدول السابق يتضح أن الإيرادات العامة تعتمد بصورة أساسية على الموارد المؤقتة حيث شكلت الإيرادات النفطية النسبة الأكبر من الإيرادات العامة .

2- الإيرادات الرأسمالية :

وتشتمل على القروض والمساعدات والمنح وتمثل القروض الجزء الأكبر من هذه الإيرادات، وشهدت هذه الإيرادات تقلبات كبيرة إنعكست إلى كونها مرتبطة بعوامل خارجية متعلقه بالمعونات والمساعدات والقروض الخارجية، حيث وصلت الإيرادات الرأسمالية كنسبة من إجمالي الإيرادات إلى أعلى مستوى لها في عام 1998 وبنسبة (9%)، ثم انخفضت حتى وصلت إلى أدنى مستوى لها وبنسبة(0.3%) من إجمالي الإيرادات العامة في عام 2006.

ويتضح من بيانات الجدول السابق (1 : 11) أن الإيرادات العامة تعتمد بشكل شبه كامل على الإيرادات المتحققة من الإيرادات الجارية وتحديداً الإيرادات النفطية والأخرى، والتي شكلت متوسط نسبتها إلى الإيرادات الجارية خلال الفترة (1995-2006) حوالي (73%) في حين لم يتجاوز نسبة الإيرادات الضريبية (26%) خلال نفس الفترة، ويلاحظ مما سبق أن هذه الإيرادات مرت بنفس المنوال الذي كان عليه الوضع خلال الفترة (1990-1994) بالاعتماد شبه الكامل على الموارد المؤقتة وعدم الاهتمام بتنمية الإيرادات الذاتية الأخرى، وهذا يسوق كما سبق ذكره إلى مزيد من المشاكل الاقتصادية في المستقبل .

---

(1) محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ، مرجع سابق ، ص 77 .

ثانياً: النفقات العامة :

يعتبر ترشيد النفقات العامة وتحسين تخصيصها الطرف الآخر لتقليص عجز الموازنة وتبين الإحصاءات الرسمية وكما يبين ذلك الجدول التالي (1 : 12) أن النفقات الجارية انخفضت،

جدول رقم (1 : 12) تطور تقسيم النفقات العامة للدولة خلال الفترة (1995- 2006) مليون ريال

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
إجمالي النفقات العامة	119880	232755	307568	301431	342933	493731	506761	576792	762766	875623	1179341	1418589
النفقات الجارية	99401	177593	244395	231550	266568	381913	394249	441379	526351	624562	862012	1073854
نسبة (2: 1) %	83	76	79	77	78	77	78	77	69	71	73	76
النفقات الرأسمالية	20479	55162	63203	69881	76365	90821	82742	111549	198430	210558	245387	293627
نسبة (3: 1) %	17	24	21	23	22	18	16	19	26	24	21	21
نسبة (1: الناتج المحلي الإجمالي)	23	32	35	36	29	32	30	31	35	34	37	38

المصدر: ـ وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجهاز المركزي للإحصاء، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002، 2004، 2006.

ـ الأرقام بين الأقواس تمثل عجزاً .

ـ النسب من عمل الباحث .

كنسبة من إجمالي النفقات العامة من(83%) في عام 1995 إلى (76%) في عام 2006، وفي نفس الوقت زادت النفقات الرأسمالية كنسبة من إجمالي النفقات من (17%) في عام 1995 إلى (21%) في عام 2006، وكما رأينا في المبحث الأول أن متوسط نسبة النفقات الجارية إلى إجمالي النفقات خلال الفترة(1990-1994) كانت(85%)، بينما كانت نسبة النفقات الرأسمالية إلى إجمالي النفقات كمتوسط خلال نفس الفترة بنسبة (17%)، ويلاحظ من بيانات الجدول (1 : 12) انخفاض نسبة النفقات الجارية إلى إجمالي النفقات كمتوسط خلال الفترة (1995-2006) إلى (76%) وارتفاع نسبة النفقات الرأسمالية إلى (21%) كمتوسط خلال نفس الفترة، ومع أنه حصل تحسن في تلك النسب خلال الفترة(1995-2006) إلا أن هذا التحسن في النسب لا يزال ضئيلاً مقارنة بالاحتياجات التنموية .

(1 – 2 – 1 – ب) تطورالسياسة النقدية للنظام المصرفي :-

لاحظنا من المبحث الأول من خلال استعراضنا للاختلالات النقدية خلال الفترة (1990-1994) أن هذه السياسة اتسمت بالجمود وضعف الفاعلية، وقد ظلت معظم أدواتها بعيدة عن التأثير على الأداء الاقتصادي، وقد غلب عليها تبعيتها للسياسة المالية، حيث تم الاعتماد عليها بشكل رئيسي في توفير التمويل اللازم لتغطية العجزالمحقق في الموازنة العامة خلال الفترة (1990-1994) فجاء برنامج الإصلاح الاقتصادي من أجل القضاء على الاختلالات الهيكلية ومنها الاختلالات النقدية، وتخفيف الضغوط التضخمية والتي بلغت أقصاها في عام 1994، وقد شهد القطاع المصرفي اليمني العديد من التطورات، حيث احتوى التنظيم القانوني للبنك المركزي الموحد الصادر برقم (21) لعام 1991 على العديد من الصلاحيات إلا أنه لم يخلُ من بعض القيود التي تحد من استقلاليته وفعاليته في تنفيذ السياسة النقدية، الأمر الذي جعل الحكومة تصدر القانون رقم (14) لعام 2000 للبنك المركزي اليمني والذي أعطى البنك المركزي العديد من الصلاحيات[1] أبرزها :

1- المهام الموكلة للبنك والتي حددته الفقرة (3) من المادة (17) من القانون وفيها أعطت الحق لمجلس إدارة البنك في تحديد السياسة النقدية في الجمهورية اليمنية بما في ذلك عمليات السوق المفتوحة وأسعار الفوائد على الودائع لدى البنك، وأسعار الخصم وتحديد الاحتياطيات ومستوياتها التي يجب على البنوك الاحتفاظ بها لديه، أما القانون السابق فكان يعطي وزير المالية الكثير من السلطات الإشرافية على سياسة وأعمال البنك .
2- الجهات التي تحاسب وتسائل البنك عن السياسة النقدية : هي السلطتان التشريعية والتنفيذية بدلاً من وزير المالية كما كان عليه في القانون السابق .
3- تعيين محافظ البنك ومجلس إدارته : كان القانون السابق للبنك يجيز لوزير المالية ترشيح محافظ البنك والذي يقدمه لمجلس الوزراء ومنه للرئيس ثم يصدر فيه قرار جمهوري بتعيينه، أما القانون الجديد لعام 2000 فقد أعطى مجلس الوزراء الحق في ترشيح المحافظ ونائبه وأعضاء مجلس الإدارة، وبناءً على ذلك يصدر القرار الجمهوري بتعيينه.

ومما سبق يتضح أن البنك المركزي قد أعطي بعض الصلاحيات بموجب القانون المعدل وأهمها اعتباره المسئول عن رسم وتبني وتنفيذ السياسة النقدية التي تنسجم مع الهدف الرئيسي للبنك المتمثل في تحقيق الاستقرار النقدي، وتوفير السيولة اللازمة، مما يعني أنه أصبح مستقلاً عن الحكومة وليس أداة من أدواتها، وأعطى القانون البنك الحق في استخدام الأساليب الإدارية

[1] وزارة الشئون القانونية ، (مجموعة قوانين البنوك والمصارف) ديسمبر 2003 ، ص11، 12 .

والمحاسبية التي يطبقها، ولم يشترط تقييدها بالقوانين والنظم واللوائح المعمول بها في بقية أجهزة الدولة، وبالرغم من هذه الصلاحيات التي تضمنها القانون المعدل إلا أنه يحتاج إلى المزيد من المراجعة لبعض المواد كي يتمتع بالمزيد من الاستقلالية أسوة ببقية البنوك المركزية في الدول المتقدمة، وحتى يستطيع تنفيذ مهام السياسة النقدية بشكل فعال ودقيق.

وللإطلاع على النشاطات المحققة جراء هذه الإجراءات في الجانب النقدي خلال فترة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، سوف نقوم باستعراض أهم المؤشرات النقدية المحققة خلال الفترة (1995-2006) من خلال استعراض بيانات الجدول التالي (1 : 13) والذي يوضح بعض مؤشرات السياسة النقدية للفترة(1995-2006)، حيث نجد أن السياسة النقدية التي اتبعتها السلطات النقدية كانت سياسة انكماشية، ويتضح ذلك من نمو العرض النقدي الذي شهد انخفاضاً ملحوظاً خلال هذه الفترة مقارنة بفترة ما قبل برنامج الإصلاح، حيث كان معدل نمو العرض النقدي للفترة (1990-1994) كنسبة متوسطة(32%)، وانخفضت تلك النسبة في عام 1995 إلى (12.5%)، ثم وصل معدل نمو العرض النقدي إلى أدنى مستوى له في عام 1996 بنسبة (8.6%)، وكان متوسط معدل نمو العرض النقدي خلال الفترة (1995-2006) بنسبة (16.4%)، وقد حصل هذا الانخفاض نتيجة التراجع للإصدار النقدي وخصوصاً في العامين (1995 ، 1996) من جهة، وأيضاً توجه السلطات النقدية في الحد من التمويل التضخمي لتغطية العجز، حيث تم إصدار أذون الخزانة في نهاية عام 1995 كأسلوب بديل لتغطية عجز الموازنة من مصادر غير تضخمية من جهة أخرى، بالإضافة إلى سحب فائض السيولة من السوق لمنع المضاربة بالعملة المحلية والحد من ارتفاع الأسعار، وقد بلغ إجمالي المبالغ المتحصلة من بيع أذون الخزانة في عامي(1995 ،1996) حوالي (11042.5) مليون ريال، وكانت مساهمة البنوك فيها حوالي (60%) وغير البنوك حوالي (40%)[1]، كما أن السياسة الائتمانية شهدت تحسناً واضحاً حيث تراجعت نسبة الائتمان المقدم للحكومة من الجهاز المصرفي إلى إجمالي الائتمان المحلي من(83%) عام 1995 إلى (73%) عام 1999، وأصبح الائتمان سالباً منذ بداية عام 2001[2]، ويعزى ذلك إلى تفوق صافي الأصول الخارجية على العرض النقدي، وبملاحظة شبه النقد خلال الفترة (1995-2006) من الجدول التالي (1 : 13) نلاحظ أنه شهد تزايداً مستمراً حيث ارتفعت نسبة مساهمته في تكوين العرض النقدي من (34%) عام 1995 إلى حوالي (59%) في عام 2006، وتشير هذه النسبة إلى تحسن الوعي المصرفي وفعالية السياسة

(1) البنك المركزي اليمني، نشرة التطورات النقدية والمصرفية لشهر يناير 2005، ص11، 12 .
(2) البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي 2007، ص 67.

النقدية المنفذة خلال تلك الفترة، ويؤكد ذلك تراجع نسبة النقد إلى إجمالي العرض النقدي بشكل مستمر حيث تراجع من(66%) عام 1995 وانخفض إلى (41%) عام 2006.

جدول رقم (1 : 13) بعض مؤشرات السياسة النقدية خلال الفترة (1995- 2006) مليار ريال

البيان / السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1- العرض النقدي ومنها	248.3	269.6	298.4	333.3	379.3	474.5	563	664.7	797.4	917.3	1049.5	1351.4
أ- النقد	164.2	156.7	166.4	179.9	207.2	247.2	282.7	306.5	347.5	390.6	442.5	558.4
ب- شبه النقد	84.1	112.9	132	153.4	172.1	227.3	280.3	358.2	449.9	526.7	607	793
2- إجمالي القروض المقدمة من البنك المركزي(أ+ب)	209.4	221.58	176	202.8	160.5	17.9	2	0.7	0.2	2.6	1	3.4
أ – إجمالي القروض المقدمة للحكومة	209.3	221.5	175.9	201.7	159.6	17.9	2	0.7	0.2	2.6	1	3.4
ب- القروض المقدمة للبنوك التجارية	0.1	0.08	0.1	1.1	0.9	---	---	---	---	---	---	---
3- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	170	182.8	194.5	204.8	212	238	250	277	287	299	315	325
4- الناتج المحلي بالأسعار الجارية	516.6	733.6	878.9	844.2	1172.8	1560	1684.6	1878	2160.6	2563.5	3208.5	3760
5- معدل نمو العرض النقدي	48.5	8.6	10.7	11.7	13.8	25.1	18.6	18	19.9	15	14.4	28.8
6- معدل نمو الناتج الحقيقي	11.6	7.5	6.4	5.3	3.5	12	5	10	3.6	4.2	5	3.2
7- نسبة النقد إلى العرض النقدي	66	58	56	54	55	52	50.2	46	43.6	42.6	42.2	41
8- نسبة شبه النقد إلى العرض النقدي	34	42	44	46	45	48	49.8	54	56.4	57.4	57.8	59
9- سرعة التداول	2.08	2.72	2.9	2.53	3.09	3.28	2.99	2.83	2.71	2.79	3	2.78
10- نسبة العملة خارج البنوك إلى عرض النقد	52	44.7	42.5	41.9	44	41.5	37.8	36	33.7	32.5	31.5	30.5
11- نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص من البنك المركزي إلى إجمالي الائتمان	%0.04	%0.24	%0.27	---	---	---	---	---	---	---	---	---
12- معدل التضخم السنوي	%55.3	%30.6	%2.2	%6	%8.7	%4.6	%11.9	%12.23	%10.8	%12.5	%11.8	%21.6

المصدر : - الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2001 ، 2002 ، 2004 ، 2006 .
- البنك المركزي اليمني، التقارير السنوية، 2003 ، 2004 ، 2006 ، 2007 .
- البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، إبريل – يونيو 2003 .
- النسب من عمل الباحث .

كما تشير النسبة المتزايدة لسرعة تداول النقود خلال هذه الفترة إلى زيادة معدل دوران النقود في الاقتصاد اليمني مما يعني تخلي بعض الأفراد عن مبدأ الحيازة والاكتناز للنقود .

وسنتناول فيما يلي أدوات السياسة النقدية بشيء من التحليل للتعرف على الدور الذي لعبته كل أداة خلال الفترة (1995 – 2006).

أولاً : سياسة سعر الخصم :-

لاحظنا من المبحث الأول أن هذه السياسة ظلت ثابتة وبعيدة عن التأثير الاقتصادي خلال الفترة (1990-1994) نظراً لجمود معظم أدوات السياسة النقدية، وقد تم تفعيل هذه الأداة منذ بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، حيث تم رفع فائدة الإقراض منذ بداية عام 1995ما بين (25-30%)[1]، وتم إلغاء الفوائد الميسرة على القروض المقدمة من البنك المركزي، ومنذ بداية عام 1996 تم ربط سعر إعادة الخصم باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة .

والجدول التالي (1 : 14) يوضح التطورات الحاصلة في أسعار الفائدة على الودائع وأذون الخزانة وسعر إعادة الخصم لدى البنك المركزي خلال الفترة (1995- 2006)

جدول رقم (1 : 14) أسعار الفائدة وسعر إعادة الخصم على أذون الخزانة خلال الفترة (1995- 2006)

البيان / السنة		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
سعر الفائدة على سلفيات القروض		30-25	32-25	21-15	24-17	28-18	28-22	20-15	20-15	-15 20	21-15	21-15	21-15
سعر فائدة ودائع الأجل		22	22	11	15	18	13	13	13	13	13	13	13
المتوسط المرجح للعائد على أذون الخزانة	91يوما	---	25.8	16.1	11.5	20.57	14.2	13.2	11.6	12.9	13.8	14.9	15.7
	182يوما	---	26.7	16.2	11.6	20.5	13.8	13.1	12.2	13.1	13.8	14.9	15.7
	364يوما	---	---	16.6	11.7	20.4	13.3	12.3	11.6	13.1	13.8	14.9	15.7
سعر إعادة الخصم على أذون الخزانة *		23	28.5	15	19	18.5	15.9	15.2	13.9	16.9	17	17.8	17.9

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، التطورات النقدية والمصرفية لشهر أغسطس 2002 ، ص 10 .
- البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية لشهر يناير 2005، ص11، 16.
- البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية لشهر سبتمبر 2008، ص13.
* هو العائد الذي يشتري بموجبه البنك المركزي أذون الخزانة من الجمهور وبزيادة حالياً نقطتين مئويتين على أعلى عائد تم قبوله في المزاد السابق لأذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر.

وقد تم ربط سعر الخصم المحدد من قبل البنك المركزي باتجاهات أسعار الفائدة على أذون الخزانة منذ عام 1996، حيث تم تحديدها بأعلى نسبة عائد لأذون الخزانة لمدة ثلاثة أشهر في المزاد السابق زايد نقطتين مئويتين وبشكل موحد على جميع الآجال[2]، ويلاحظ من الجدول أعلاه أن سعر الخصم على أذون الخزانة شهد تذبذباً واضحاً خلال الفترة عاكساً توجه السياسة النقدية، حيث كان هذا السعر مرتفعاً في بداية الفترة (1995-1996) نظراً لأن الاقتصاد اليمني كان يعاني من نمو متزايد للسيولة المحلية .

أما من حيث تأثير سياسة سعر الخصم على منح وتوجيه الائتمان للبنوك التجارية فيتضح أنها لم تكن فعالة ويرجع السبب إلى عدم احتياج البنوك للاقتراض من البنك المركزي، وخصوصاً في

---

(1) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ، مرجع سابق ، ص175.

(2) البنك المركزي اليمني ، التطورات النقدية والمصرفية لشهر سبتمبر 2008 ، ص 24 .

الفترة ما بعد عام 2001، وكما يوضح ذلك الجدول السابق (1 : 14)، وهذا يشير إلى أن البنك المركزي لم يتمكن من التأثير في نشاط البنوك التجارية من خلال هذه الأداة حيث ظلت قروضها للقطاع الخاص متركزة في المجال الخدمي ولفترات قصيرة الأجل، وقد شكلت هذه القروض النسبة الأكبر من إجمالي القروض خلال الفترة (1995-2006) وقد بلغ متوسطها السنوي إلى إجمالي القروض (56.2%)، في حين لم يتجاوز المتوسط السنوي للقروض المتوسطة والطويلة الأجل (5.9%) خلال نفس الفترة، وقد شكلت القروض التجارية النسبة الأكبر من القروض قصيرة الأجل حيث بلغ متوسطها السنوي نسبة إلى إجمالي القروض حوالي (31.5%) خلال الفترة (1995-2006)، أما القطاعات الصناعية والزراعية والبناء والتشييد والخدمات فلم يتجاوز متوسطها السنوي (8.1% ، 0.82% ، 2.3% ، 13.9)على التوالي[1] خلال نفس الفترة .

ويلاحظ في الفترة (2002-2006) تراجع المتوسط السنوي للقروض قصيرة الأجل إلى حوالي (46.3)[2]، من إجمالي القروض، وتوزعت باقي النسبة على بقية القطاعات، وهذه النسبة لا تزال مرتفعة ولا تتناسب مع توجهات النهوض بالتنمية في اليمن، وهذا يشير إلى عدم فعالية سياسة سعر الخصم في توجيه الائتمان نحو أغراض الاستقرار والتنمية، رغم أن السلطات النقدية ربطت سعر الخصم لدى البنك المركزي بأسعار الفائدة على أذون الخزانة لتقليص درجة الجمود لهذه الأداة، وربطها بالتوجهات السائدة في السوق، وجعل هذه الأداة متناسبة مع أسعار الفائدة على الودائع والقروض وبالشكل الذي يخدم أهداف الاستقرار والتنمية .

(1) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ، مرجع سابق ، ص178 .

(2) البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية لشهر سبتمبر 2008، ص 7.

ثانياً : سياسة السوق المفتوحة :-

لم يتم استخدام هذه الأداة خلال الفترة ما قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي إلا من خلال بيع وشراء النقد الأجنبي لأغراض تشغيلية، ولم يكن لها أي دور في بيع وشراء الأوراق المالية لضبط مستوى السيولة وتوفير التمويل من مصادر حقيقية، أما خلال برنامج الإصلاح الاقتصادي فقد تم استحداث أداة للربط بين السياستين المالية والنقدية في ضوء الاسترشاد بقوى السوق، ويعتبر البعض أن أذون الخزانة أداة جيدة لدعم سياسة السوق المفتوحة وتفعيل دور السياسة النقدية[1]، وقد بدأت الحكومة اليمنية بإدخال هذه الأداة بداية من ديسمبر عام 1995، حيث خول قانون الدين العام رقم (19) وتاريخ 25-3-1995 البنك المركزي نيابة عن الحكومة في إصدار سندات حكومية متمثلة بأذون الخزانة، وتحدد الهدف من إصدار هذه الأذون في توفير مصادر تمويل غير تضخمية لعجز الموازنة، بالإضافة إلى سحب فائض السيولة والحد من تنامي الضغوط التضخمية[2]، كما قام البنك المركزي اليمني باستحداث أداتين جديدتين هما: إعادة شراء أذون الخزانة منذ عام 1995، وشهادة الإيداع عام 2001 . لذلك سوف نؤجل التعرف على الدور الذي لعبته أذون الخزانة في الفترة (1995-2007) لأن ذلك سيكون محطة دراسة طويلة في الفصول القادمة .

ثالثاً : سياسة الاحتياطي القانوني :-

وهي القيمة التي تبين الحد الأدنى الذي يتوجب على البنوك الاحتفاظ به لدى البنك المركزي اليمني مقابل الإبقاء بنسبة الاحتياطي الإلزامي المفروضة على الودائع لدى البنوك، كما سبق ذكره في المبحث الأول أنه لم يكن لهذه الأداة دور فاعل في الفترة السابقة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، أما خلال فترة الإصلاح الاقتصادي وتمشياً مع السياسة النقدية الانكماشية التي طبقها البنك المركزي في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي، فقد تم تفعيل هذه الأداة، حيث قام البنك المركزي في مايو 1995بتوسيع نسبة الاحتياطي على العملات المحلية والأجنبية[3]، ثم قام بتخفيضها من(30%)عام 1994 إلى (25%)عام 1995، ويوضح الجدول التالي (1 : 15) التطورات التي شهدتها نسبة الاحتياطي القانوني خلال الفترة (1995-2006)، ويتضح من بيانات الجدول أن سياسة الاحتياطي القانوني شهدت تغيرات متتالية خلال سنوات الإصلاح الاقتصادي، أما خلال الفترة قبل برنامج الإصلاح فكان البنك يدفع فوائد الاحتياطات بالعملات الأجنبية فقط، إلا أنه بدأ منذ عام 1996 بدفع فوائد على الاحتياطات بالعملات المحلية بهدف تشجيع البنوك على

---

(1) علي لطفي ، السياسة النقدية في الاقتصاد المصري ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع والعشرون للاقتصاديين المصريين للفترة (5-7) مايو 2005، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي و الإحصاء والتشريع ، القاهرة ،ص 12 .

(2) وزارة المالية ، تقرير من الإدارة الاقتصادية بدون تاريخ ، صنعاء ، ص 10 .

(3) أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2005 ، ص 19 .

إيداع المزيد من الاحتياطات بالعملة المحلية، وقد شهدت الفوائد المستحقة للاحتياطات بالعملة المحلية ارتفاعاً من (5%) عام 1996 إلى (20%) عام 1999، ثم انخفضت إلى (18%) منذ عام 2000. ثم ارتفعت ما بين (20-30%) في عام 2005، وكانت (20%) في عام 2006، وقد أدى ذلك إلى ارتفاع أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي

جدول رقم (1 : 15)تطورات نسبة الاحتياطي القانوني وبعض العوامل المتأثرة بها خلال الفترة (1995-2006) مليون ريال .

البيان / السنة	الودائع والحسابات الجارية بالعملة المحلية		الودائع والحسابات الأجنبية		أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي	قروض مقدمة للقطاع الخاص من البنوك التجارية	الودائع الأجنبية لدى البنوك التجارية
	نسبة الاحتياطي	الفائدة على الاحتياطي	نسبة الاحتياطي	الفائدة على الاحتياطي			
1995	%25	--	%25	سعر الليبور ناقص نصف نقطة مئوية	39975.1	26449.3	50209
1996	%15	%5	%15	الفائدة التي يحصل عليها إجمالي الحسابات تحت الطلب	57995.1	27056.2	49512.1
1997	%10	مقدار الفائدة الأدنى على الودائع لدى البنوك التجارية	%15		25399.9	37906.6	64164.6
1998	%10	%10	%20	%1.5	33051.3	54509.8	85123.7
1999	%15-10	%20-15	%20		41470.7	93074.7	99873.1
2000	%10	%18	%10		41227.5	76220.9	127620
2001	%10	%18	%10		46248.5	95991.5	161918.8
2002	%10	%18	%10		51263.9	109744.6	198841.4
2003	%10	%18	%20		82133	138566.7	238576.1
2004	%10	%18	%20		107819.5	185553.8	264189.8
2005	%10	%30-20	%30-20		145976.2	225783.2	316977.3
2006	%10	%20	%20		146037.9	266118.6	412582.2

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، يناير – مارس 2003 .
- البنك المركزي اليمني ، التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر 2006 .
- البنك المركزي اليمني ، التقارير السنوية لعامي 2006 ، 2007 .

من(57995) مليون ريال عام 1996 إلى (146037.9)مليون ريال عام 2006 بزيادة قدرها (88042.9) مليون ريال ونسبة نمو حوالي (152%)، ويلاحظ من الجدول أعلاه أن البنك المركزي اتبع سياسة التخفيض لنسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع والحسابات الجارية بالعملة المحلية، بهدف إتاحة المجال أمام البنوك التجارية لمنح المزيد من القروض للقطاع الخاص بهدف المساهمة في عملية التنمية، وقد شهدت القروض المقدمة للقطاع الخاص تزايداً مستمراً، حيث ارتفعت من(27056)مليون ريال عام 1996 إلى (266118.6)مليون ريال عام 2006، ويلاحظ من الجدول (1 : 15) أن نسبة النمو للقروض المقدمة للقطاع الخاص في الأعوام (1997 ، 1998 ، 1999) كانت قد ارتفعت بالنسب التالية (40% ، 44% ، 71%) على

التوالي، ثم أخذت نسبة النمو بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض وكانت نسبة الانخفاض بدرجة أكبرخلال الفترة (2000- 2006)، ويعزى سبب تراجع تلك النسبة في الاستثمار بأذون الخزانة إلى استحداث عملية إعادة الشراء، وكذلك شهادات الإيداع التي قامت البنوك التجارية بحيازتها .

ونظراً لتزايد الإقبال على الإيداع بالعملة الأجنبية، حيث ارتفعت في عام 1997 عن عام 1996 بمقدار(14653) مليون ريال وبنسبة نمو(30%)، فقد قام البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني على الحسابات والودائع بالعملات الأجنبية عام 1998 إلى (20%)، والغى الفوائد التي كانت مقرة على هذه الاحتياطات اعتباراً من عام1999 بهدف الحد من تأثير العملة الأجنبية على العرض النقدي، إلا أن هذه الإجراءات لم تفلح كثيراً في الحد من الإيداع بالعملة الأجنبية، حيث ارتفعت الإيداعات الأجنبية لدى البنوك التجارية خلال الفترة (2000-2006)، وقد وصل معدل نمو الإيداع في عام 2006 إلى (30%) كما كان عليه الوضع في عام 1997بعد أن كان قد انخفض ذلك المعدل في عام 2004 إلى (11%) وكما يوضح ذلك الجدول السابق(1 : 15) .

ونستنتج مما سبق أن السلطات النقدية فعلت هذه الأداة في الفترة بعد برنامج الإصلاح الاقتصادي من خلال التغيرات المستمرة للنسبة القانونية من أجل تحقيق أهداف النمو والاستقرار الاقتصادي إلا أن استحداث آلية أذون الخزانة، وإعادة الشراء، وشهادات الإيداع جعل البنوك التجارية تفضل استثمار فوائضها المالية في هذه الأدوات نظراً لارتفاع عوائدها وانعدام نسبة المخاطر فيها .

رابعاً : سياسة سعر الصرف :-

لاحظنا في المبحث الأول مدى التدهور الشديد الذي حصل لسعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية خلال فترة ما قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي، حيث كان هناك ازدواجية لنظام سعر الصرف، وكذلك تعددت أسعار الصرف في السوق الرسمي وتدهور السعر في السوق الموازي، الأمر الذي جعل الحكومة تضع في سلم أولوياتها إصلاح نظام سعر الصرف، حيث قامت السلطات النقدية في بداية تطبيق برنامج الإصلاح (مارس1995) بأول خطوة نحو إصلاح نظام سعر الصرف تمثلت في تحرير أسعارالصرف الرسمي للعملة المحلية من (12) ريالاً للدولار إلى (50) ريالاً للدولار[1] ، إلا أن هذا الإجراء لم يكن كافياً، حيث كانت الفجوة بين السعر الرسمي الجديد(50) ريالاً للدولار والسعرالسائد في السوق الموازي (131) ريالاً للدولار لا تزال واسعة (162%) مما جعل البنك المركزي يجري تعديلاً آخر في يناير 1996، تم بموجبه تحديد سعرالصرف الرسمي ب(100) ريال للدولار بالإضافة إلى إلغاء جميع أسعار الصرف الرسمية المتعددة التي كانت سارية في فترة ما قبل برنامج الإصلاح، بالإضافة إلى شروع الحكومة بإصدار سياسة أذون الخزانة كأحد العناصر الأساسية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي بهدف سحب

[1] البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية، لشهر يناير 2005، ص15.

السيولة الزائدة من خلال استخدام أسعار الفائدة المرتفعة للعملات المحلية مقارنة بنسب الفائدة على العملات الأجنبية وهذا سيكون محطة لدراستنا في الفصل الثالث، وفي خطوة أكثر جراءة ورغبة في غلق الفجوة بين سعر الصرف الرسمي ونظيره في السوق الموازي قامت السلطات النقدية في يوليو 1996 بتعويم سعر صرف العملة المحلية[1]، وكان قرار التعويم أحد العناصر الأساسية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الذي استهدف من خلاله تعزيز آلية السوق في تحديد الأسعار وتخصيص الموارد وتحرير التجارة من العوائق والقيود الكمية والإدارية، بالإضافة إلى تقوية ميزان المدفوعات باعتبار أن سعر الصرف يمثل أداة رئيسية لتحقيق التوازن الخارجي، كما قامت السلطات النقدية في اليمن باتباع سياسة التعويم المدار(التدخل النشط للبنك المركزي اليمني بائعاً للدولار) عند الحاجة من أجل المحافظة على استقرارسعر صرف العملة المحلية حيث ارتفعت مبيعات البنك المركزي من العملات الأجنبية (الدولار) للبنوك ومحلات الصرافة من (483) مليون دولار عام 2001 إلى (520) مليون دولار عام 2002 بنسبة نمو حوالي(8%) ولذلك فقد انخفض معدل التوسع في الأصول الخارجية خلال هذين العامين من(34%) عام 2001إلى(33%) عام 2002[2]، والجدول التالي(1 : 16) يوضح التطورات التي شهدها سعرالصرف خلال الفترة (1996-2006) .

جدول رقم (1 : 16) تطور سعر الصرف خلال الفترة (1996 -2006) .

البيان / السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
معدل الصرف السنوي	50	128.18	129.3	135.9	155.8	161.7	168.7	175.6	183.5	184.9	191.4	197
معدل النمو السنوي	317	156	29	5	14.6	4	4.3	4.1	4.5	0.8	3.5	3

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، أكتوبر -ديسمبر 2000.
- البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، يناير – مارس 2003 .
- البنك المركزي اليمني ، التقارير السنوية ، أعداد متفرقة .
- البنك المركزي اليمني ، التطورات النقدية والمصرفية ، مارس 2008م.

يتضح من بيانات الجدول أعلاه أن معدل النمو السنوي لسعر الصرف في عام 1995 كان مرتفعاً بشكل كبير بسبب أن السعرالرسمي لعام 1994 كان ما يزال ثابتاً عند(12)ريالاً للدولار، مع أن السعر في السوق الموازي كان(121)ريالاً للدولار، وبعد إجراء أول تعديل في عام 1995 انخفض معدل النمو في عام 1996 إلى(156%)وكان السعر الموازي لعام 1996(128.18) ريالاً للدولار ويفوق السعر الرسمي، بعدها بدأ معدل النمو يسجل انخفاضاً سنة بعد أخرى ووصل إلى أدنى مستوى له في عام 2000 خلال الفترة (1995-2000) حيث كان (4%) ثم أخذ

(1) البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية، لشهر سبتمبر 2008، ص 18.
(2) البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام 2002، ص53.

بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة (2001- 2004) ووصل إلى أدنى مستوى له في عام 2004 وبنسبة (0.8%)، وهذا يشير إلى نجاح السياسة النقدية في تحقيق قدر لا بأس به من الاستقرار لسعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية، ولكنه بدأ بالارتفاع في عام 2005 وبمعدل نمو (3.5 %) وانخفض قليلاً في عام 2006 إلى (3%).

– وفي رأي الباحث فإن سعر الصرف خلال الفترة(1995-2006) كان في ارتفاع مستمر ولكنه كان في حدود مقبولة بسبب حزمة من الإجراءات المالية والنقدية التي اتبعتها الحكومة ــ والتي سبق ذكرها ــ لتلطيف ارتفاع أسعار الصرف، ويجب على السلطات النقدية اتخاذ المزيد من الإجراءات ومنها التدخل النشط للبنك بائعاً للدولار وغيرها من الإجراءات للحد من تدهور قيمة العملة المحلية .

<u>خامساً : معدل التضخم :-</u>

سبقت الإشارة في المبحث الأول إلى أن اليمن شهد معدلات تضخم مرتفعة قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي ووصلت إلى أقصاها نهاية عام 1994 حيث بلغ معدل التضخم حوالي(104%)، ويذكر أن اليمن عانت من مختلف أنواع التضخم، إلا أن التضخم النقدي يكاد يكون السمة المميزة للسنوات الأولى من عقد التسعينات .

<u>وسوف نتناول أبرز أنواع التضخم التي شهدها الاقتصاد اليمني خلال الفترة (1995-2006) فيما يلي :</u>

<u>1- الضغط التضخمي الناجم عن فائض الطلب:</u>

يحدث هذا النوع من التضخم عندما يفوق الطلب الكلي للسلع الاستهلاكية والاستثمارية على العرض الكلي المتاح منها ؛ فيتسبب ذلك في ارتفاع الأسعار، وبالنسبة لليمن فقد عانى اقتصادها من هذا النوع من التضخم، وكان أكثرها حدة خلال النصف الأول من عقد التسعينات، وبملاحظة معيار فائض الطلب الذي كان سائداً في اليمن بعد تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1995-2006) والذي يتضح من خلال العلاقة الآتية :

فائض الطلب = (الاستهلاك النهائي الإجمالي الجاري + الاستثمار الإجمالي الجاري - الناتج المحلي الإجمالي)، حيث أثبتت دراسة سابقة أن المتوسط السنوي لعجز الطلب المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة(1990-1994)حوالي (19%)[1]، وهذا ناتج عن تنامي الاستهلاك النهائي الكلي، أما خلال الفترة(1995-2006) فقد تراجعت تلك النسبة كمتوسط سنوي إلى(4.5%) وكما يتضح ذلك من بيانات الجدول التالي(1 : 17) وكان يتم تغطية العجز المحقق من فائض الطلب المحلي من خلال الاستيراد مما أثرسلباً على وضع الميزان التجاري .

(1) محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، رسالة دكتوراه، مرجع سابق،ص 206 .

ـ وفي رأي الباحث فإن تزايد الطلب المحلي خلال الفترة(1990-1994) ساهم في تزايد الضغوط التضخمية على الاقتصاد اليمني، وعند تراجع الطلب المحلي خلال الفترة (1995-2006) فإن ذلك ساهم في انخفاض الضغوط التضخمية على الاقتصاد اليمني، ويتضح ذلك من خلال استعراض بيانات الجدول (1 : 17)، والذي يوضح العجز السنوي للطلب المحلي ومتوسطة خلال الفترة (1995-2006) ما يلي :-

جدول رقم (1 : 17) حساب فائض الطلب خلال الفترة (1995-2006) مليار ريال.

البيان / السنة	الناتج المحلي الإجمالي الجاري (1)	الاستهلاك النهائي الكلي الجاري (2)	الاستثمار الإجمالي الجاري (3)	إجمالي الطلب المحلي (3 + 2) (4)	عجز / فائض الطلب المحلي (4 – 1) (5)	نسبة العجز / فائض إجمالي الطلب المحلي (1 :5) (6)
1995	516.6	505.4	112.7	618.1	(101.5)	(20)
1996	733.6	628.9	170.9	799.8	(66.2)	(9)
1997	878.9	735.5	221.2	956.7	(77.8)	(8.9)
1998	844.2	744.9	276.5	1021.4	(177.2)	(21)
1999	1172.8	922	278.5	1200.5	(27.7)	(2)
2000	1560	1154	295	1449	(111)	(7)
2001	1684.6	1355.2	315.7	1670.9	13.7	0.8
2002	1878	1545	347	1892	(14)	(0.75)
2003	2160.6	1745.3	447.8	2193.1	(32.5)	(1.5)
2004	2563.5	2010	519.9	2529.9	33.6	1.3
2005	3208.5	2451.5	594.5	3046	162.5	5
2006	3760	2807.2	616	3423.2	336.8	9

المصدر : الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002 ، 2004 ، 2006 . الأرقام بين الأقواس (سالبة) .

- النسب من عمل الباحث . - يشمل التغير في المخزون .

2- الضغوط التضخمية الناجمة عن دفع النفقة :-

وهي تلك الضغوط الناجمة عن ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج وخاصة الأجور والمستلزمات الداخلة في العملية الإنتاجية، وحيث أن اليمن كغيرها من البلدان النامية تعتمد في توفير احتياجاتها على الاستيراد من الخارج، فإن اليمن تتعرض لما يسمى بالتضخم المستورد، وخلال الفترة (1986-1992) شكلت مستلزمات الإنتاج ما نسبته (44%)[1] من إجمالي الواردات، وتشير الإحصائيات الرسمية إلى التزايد المستمر للواردات سنة بعد أخرى، حيث ارتفعت خلال الفترة(1993-1995) بمقدار (30707) مليون ريال وبنسبة (91%)[2] من إجمالي الواردات، وواصلت ارتفاعها بعد برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (1995-2006) بمقدار

[1] علي علي الزبيدي، الضغوط التضخمية وسياسة سعر الصرف في الجمهورية اليمنية ، المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ، مرجع سابق ، ص395-396 .
[2] البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام 2003، ص125.

(957362)مليون ريالاً وبنسبة(135%)[1]، وهي نسبة مرتفعة، وهذا يدل على انكشاف الاقتصاد اليمني على العالم الخارجي، حيث شكلت الواردات الوسيطة الجزء الأكبر من إجمالي الواردات، إذ بلغت نسبتها خلال الفترة(2003 - 2006)حوالي(55.5% ،50.5% ،58.9% ،57.9%)[2] على التوالي، ونظراً للارتفاع المستمر لهذه المستلزمات بسبب ارتفاع أسعار المواد الخام نتيجة لارتفاع أسعارمختلف المواد في الأسواق العالمية، فإن ذلك ساهم في إذكاء الضغوط التضخمية في كافة البلدان المستوردة ومنها اليمن، والتي تعتبر من أكثرالبلدان اعتماداً على الخارج في توفيرمستلزمات الإنتاج، مما جعلها عرضة للتضخم الناجم عن دفع التكلفة هذا إلى جانب ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلي بسبب ارتفاع أسعارالوقود التي أثرت سلباً على تكلفة الإنتاج.

3- الضغوط التضخمية الناجمة عن الاختلالات الهيكلية :-

عانى الاقتصاد اليمني من تلك الضغوط التضخمية التي مردها الاختلالات الهيكلية خلال الفترة قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي وبعدها، ويمكن تلخيص ذلك كما يلي :

أ-ارتفاع نسبة مساهمة القطاعات الخدمية الحكومية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي من(15.6)عام 1990إلى(24%)عام 1994، في الوقت الذي تراجعت فيه نسبة مساهمة القطاعات الإنتاجية في تكوين الناتج الإجمالي من(50%) عام 1990 إلى(47 %)عام 1994[3]، وقد حصل تحسن بسيط في نسبة مساهمة القطاعات الإنتاجية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي بعد تنفيذ برنامج الإصلاح خلال الفترة(1995-2006)حيث ارتفع من(51%)عام 1995[4] إلى(59.4%)عام 2006، كما تراجعت نسبة مساهمة القطاعات الخدمية من (12.73%)عام 1995 إلى(10.41%)عام 2006، إلا أن هذا التحسن ناتج عن ارتفاع نسبة مساهمة قطاع النفط الذي ارتفعت مساهمته من(13.7%)عام 1995 إلى(35.16%)عام 2006[5]، والناتج عن تزايد إنتاج النفط وكذلك تحسن أسعاره في السوق العالمية، وهذا لا يعد تحسناً في وضع القطاع الإنتاجي لأن ارتفاع مساهمة هذا القطاع كانت بسبب ارتفاع الأسعار العالمية.

ـ وفي رأي الباحث فإن الاقتصاد اليمني لا يزال يعاني من جمود الهيكل الإنتاجي، كما أن الإجراءات النقدية والمالية لم تكن فعالة في القضاء على هذه الاختلالات، وهذا يتطلب من الحكومة تبني معالجات حقيقية تعمل على رفع كفاءة إنتاج القطاعات الإنتاجية وزيادة مساهمتها في تكوين الناتج المحلي الإجمالي من خلال خلق بيئة مناسبة لتشجيع وجذب المدخرات المحلية، واستثمارها في الجانب الحقيقي .

---

(1) البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام 2007، ص 97.
(2) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2006 ، ص412 .
(3) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2003 ، ص 454 .
(4) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2002 ، ص403 .
(5) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2006 ، ص 392 .

ب – الخلل الهيكلي في ميزان المدفوعات :-

عانى ميزان المدفوعات اليمني وخصوصاً خلال الفترة (1990-1994) وكما سبق ذكره في المبحث الأول، وكما تشير البيانات الرسمية أن العجز سيطر على ميزان المدفوعات طوال هذه الفترة، وأن نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي ارتفعت من حوالي (2.8%) في عام 1990 إلى حوالي (19%) في عام 1994، وهي نسبة كبيرة تعكس عمق الاختلالات التي عانى منها الاقتصاد اليمني خلال تلك الفترة[1]، ومارس هذا العجز ضغوطاً متزايدة على سعر تحويل العملة المحلية إلى العملات الأجنبية، وهذا أدى إلى رفع معدلات التضخم في الاقتصاد اليمني حتى وصل إلى أعلى مستوى له في عام 1994 .

وقد حصل تحسن نسبي في هذا الميزان بعد تبني الحكومة برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام 1995، ولو أن ذلك كان ناتجاً عن تحسن وضع الميزان التجاري بسبب ارتفاع أسعار النفط العالمية، إلى جانب أن حساب رأس المال حقق فائضاً في معظم سنوات الخطة الخمسية الثانية والناتج عن انخفاض حجم المديونية الخارجية لليمن بسبب إعفاء اليمن من أغلب ديونها خلال نادي باريس ، وقد انعكس ذلك إيجاباً على تحسن وضع ميزان المدفوعات ؛ حيث اختفى العجز في هذا الميزان منذ عام 1999، وبدأ بتحقيق فائض خلال الفترة (1999-2006)، وقد وصل مقدار الفائض في عام 2006 إلى (1445.5) مليون دولار[2].

ونخلص مما سبق أن الاقتصاد اليمني تعرض لمختلف أنواع الضغوط التضخمية وخاصة خلال الفترة قبل برنامج الإصلاح إلا أن التضخم النقدي يكاد يكون السمة المميزة لتلك الفترة، لذلك وكما سبق ذكره تم الإسراع بتبني برنامج الإصلاح الاقتصادي بما احتواه من سياسات نقدية ومالية انكماشية أثرت بشكل واضح على تراجع معدلات التضخم خلال الفترة (1995-2000) حيث وصل معدل التضخم في عام 2000إلى (4.6 %) بعد أن كان ذلك المعدل (55.3 %) في عام 1995، ولكن ذلك الأثر انخفض خلال الفترة(2001-2006) وعاد الارتفاع لمعدل التضخم من(11.9) في عام 2001إلى (21.6) في عام 2006 .

ـ وفي رأي الباحث فإن من أسباب ارتفاع معدل التضخم هو التوجه نحو الاستثمار الآمن في أذون الخزانة والهروب بعيداً عن مجالات الاستثمارات الحقيقية وبالتالي انخفاض العرض من السلع والخدمات عن المطلوب منها وهذا يؤدي الى ارتفاع الأسعار، وعليه يجب على الحكومة تشغيل تلك المدخرات في الاستثمارات الحقيقية وبالتالي انخفاض الاستيراد، وهذا سينعكس على تخفيف ارتفاع الأسعار.

---

(1) محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، رسالة دكتوراه، مرجع سابق،ص 208.
(2) البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام 2007، ص 79.

(1 : 2 : 2) تطور الناتج المحلي الإجمالي (GDP) :-

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تقيس مستويات النمو الاقتصادي من سنة لأخرى، وبالنسبة لوضع هذا المؤشر في الاقتصاد اليمني فقد شهد عدة تقلبات تعكس في مجملها المسار الاقتصادي لليمن خلال الفترة(1995-2006)، وقد لاحظنا في المبحث الأول أن هذا المؤشر شهد تقلبات حادة في الفترة (1990-1994) نتيجة للأحداث المحلية، ومنها الأحداث الطبيعية المتمثلة في فترات الجفاف التي تعرض لها اليمن خلال عامي (1991،1990) فأثرت سلباً على إنتاجية القطاع الزراعي، بالإضافة إلى الأحداث الغير طبيعية في تنامي تكاليف دمج مؤسسات الشطرين ثم الحرب الأهلية التي نشبت في صيف 1994، وكذلك الأحداث الإقليمية وفي مقدمتها حرب الخليج الثانية، كل هذه الأحداث أثرت سلباً على مستوى النمو الاقتصادي خلال الفترة (1990-1994)، حيث بلغ متوسط معدل النمو خلال هذه الفترة حوالي (2.5%). أما بالنسبة للفترة (1995-2006) فقد شهدت تقلبات ومعدلات نمو متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض، والجدول التالي (1: 18) يوضح التطورات الحاصلة على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال هذه الفترة .

جدول رقم (1 : 18) معدلات نمو الناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة (1995-2006) .

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
معدل نمو الناتج الحقيقي	5.67	4.63	5.23	6.01	3.78	6.18	3.80	3.94	3.75	3.97	5.59	3.17
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي	4.16	4.76	6.23	5.75	2.70	3.51	4.54	4.55	4.76	5.43	6.52	4.72

المصدر: الجهاز المركزي للإحصاء، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002، 2004، 2006

البنك المركزي اليمني، التقارير السنوية للأعوام 2003، 2005، 2007.

ونلاحظ من بيانات الجدول أعلاه أن متوسط معدل النمو للناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة (1995-2006) بلغ(4.6%)وعلى الرغم من ارتفاع هذه النسبة مقارنة بالنسبة المحققة خلال الفترة(1990-1994) إلا أن هذا المتوسط لم يصل إلى المعدل المستهدف من الخطط الخمسية الأولى والثانية والبالغ في المتوسط السنوي (7%)[1]، ومن أسباب ذلك التراجع انخفاض الكميات المنتجة من النفط خلال الفترة(2001-2004)إلى حوالي(8%) حيث تراجع معدل نمو استخراج النفط من حوالي(12%)عام 2000 إلى(0.46%)عام 2001 ثم إلى(-5%)عام 2004 واستمرت تلك النسبة في تحقيق معدلات نمو سالبة حيث وصلت إلى(- 8%)في عام 2006، وكان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (3.17%) لعام 2006، ويتضح من بيانات الجدول السابق أن

[1] اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا –الأسكوا ، عرض وتقييم التقدم الذي أحرزته الجمهورية اليمنية في تنفيذ برنامج العمل لصالح أقل البلدان نمواً، خلال السنوات (2001-2005)، الأمم المتحدة، نيويورك 2005. ص 1 .

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي قد شهد تذبذباً خلال هذه الفترة، وكان تراجعه أكثر وضوحاً خلال السنوات(1999-2003) حيث لم يتجاوز متوسط معدل نموه خلال هذه الفترة(4%) وكما هو واضح من بيانات الجدول أعلاه، أما خلال الفترة(2004-2006) فقد ارتفع معدل النمو للناتج المحلي للقطاعات غير النفطية وبحسب النسب التالية (5.43%، 6.52%، 4.72%)[1] على التوالي، وبذلك يكون معدل نمو الناتج المحلي غير النفطي خلال الفترة (2004-2006) بنسبة متوسطة حوالي (5.5%)، ومع هذا فإن معدل النمو المستهدف في الخطة الخمسية (2001-2005) كان (8%)[2]، وكذلك جاء في كتاب خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الثالثة للتخفيف من الفقر أن المعدل المتوسط المستهدف لنمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2006-2010) سيكون (7.1%)[3]، ومع هذا فإن معدل النمو للناتج الإجمالي في عام 2006 وهو السنة الأولى من بداية خطة التنمية ، لم يتعد (3.17%) .

نستنتج مما سبق أن معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995-2006) لم يحقق سوى (66%) من المعدلات المستهدفة خلال هذه الفترة.

- وفي رأي الباحث فإن من أسباب هذا التراجع توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الآمنة وغير الحقيقية مثل أذون الخزانة، والركون إلى الإيرادات المؤقتة مثل الإيرادات النفطية، وعليه يجب على الحكومة تشجيع الاستثماربخلق بيئة استثمارية ملائمة لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية المنتجة.

<u>(1 : 2 : 3) تطور ميزان المدفوعات :-</u>

يعتبر ميزان المدفوعات من المؤشرات المهمة التي توضح الموقف الاقتصادي للدولة مع العالم الخارجي ، حيث يتم فيه تسجيل ملخص لمجمل المبادلات الاقتصادية لمواطني بلد ما مع مواطني بلد آخرخلال فترة زمنية معينة(عادة سنة)والمبادلات قد تكون دائنة يحصل البلد خلالها على مدفوعات من الأجانب، أو تكون مدينة يتم الدفع خلالها للأجانب[4]، وقد لاحظنا في المبحث الأول الضعف الشديد الذي عانى منه ميزان المدفوعات خلال الفترة(1990-1994)حيث شهد الميزان عجزاً كبيراً بلغ في المتوسط (763$)مليون دولارمما شكل اختلالاً هيكلياً في الاقتصاد اليمني، أما خلال الفترة(1995-2006)فيتضح من بيانات الجدول التالي(1 : 19)وضع ميزان المدفوعات اليمني خلال هذه الفترة وبحسب مكوناته المختلفة، ويمكن إيضاح تلك المكونات لميزان المدفوعات كما يلي :

(1) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي لعام 2006 ، ص 396 .
(2) وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، الخطة الخمسية الثانية ، 2001 ، ص 140 .
(3) وزارة التخطيط والتعاون الدولي، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الثالثة للتخفيف من الفقر (2006-2010)، ص 45.
(4) مظهر عبد العزيز العباسي ، اقتصاديات النقود والبنوك ، دار الفكر، ط1، دمشق 1996 .

جدول رقم (1 : 19) وضع ميزان المدفوعات اليمني خلال الفترة (1995-2006) مليون دولار .

البيان / السنة	الحساب الجاري: الميزان التجاري	الخدمات (صافي)	الدخل (صافي)	التحويلات الجارية (صافي)	صافي الحساب الجاري	حساب رأس المال: الإستثمار المباشر	استثمارات أخرى	الخطأ والسهو	صافي حساب رأس المال	الميزان الكلي
[illegible]	148.6	459.9 -	561 -	1056	183.7	217.7 -	645 -	187.9	862.7 -	491.1 -
[illegible]	30.8 -	369.7 -	633.9 -	1140.7	106.3	60.1 -	307.1-6 -	106.7 -	367.2 -	367.6 -
[illegible]	132.5 -	469.8 -	601 -	1225.6	22.3	138.5 -	93.4 -	57.5	231.9 -	152 -
[illegible]	785.1 -	518.5 -	344.4 -	1329.7	318.3 -	219.4 -	195.6 -	277.8	415 -	455.5 -
[illegible]	357.8	535.5 -	695.6 -	1422.9	549.7	307.6 -	83.8 -	110.6	391.4 -	268.9
[illegible]	1312.8	598.6 -	777.1 -	1399.5	1336.6	6.4	240.1 -	285.6	233.7 -	1388.5
[illegible]	766.4	677.6 -	690.9 -	1273	670.9	135.5	38.9 -	114.2 -	96.6	653.2
[illegible]	601.9	679.7 -	818.4 -	1339.6	443.4	101.7	118.2 -	170.5	16.5 -	597.4
[illegible]	367	544.2 -	1026.6 -	1379.5	175.7	5.5	135.1	19.3	140.6	335.6
[illegible]	817.1	689.8-	1346.5 -	1443.7	224.6	143.6	111.5	52.6	255.1	532.3
[illegible]	1700.3	860.3 -	1612.5 -	1405.7	633.2	302.1 -	48.5	204.7	253.5 -	584.4
[illegible]	1390.3	1306.2 -	1234.3 -	1256	205.8	1121	61.3 -	181.1	1059.7	1446.5

المصدر : الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوية للأعوام 2002 ، 2004 ، 2006 ، صفحات متفرقة .

1- الحساب الجاري :

من المعلوم أن الحساب الجاري يضم الميزان التجاري وميزان الخدمات والتحويلات الجارية والدخل ويتضح من تلك المكونات ما يلي :

(1 : 1) الميزان التجاري :

يلاحظ من الجدول أعلاه أن هذا الميزان حقق فائضاً في عام 1995، ثم عاود ليحقق عجزاً خلال الأعوام(1996-1998) بسبب انخفاض العائدات النفطية نتيجة تراجع الأسعار في الأسواق العالمية، ثم عاود ليحقق فائضاً خلال بقية الفترة(1999-2006)وهي نفس الفترة التي حقق فيها ميزان المدفوعات فائضاً، مما يؤكد أهمية وسيطرة الميزان التجاري على بقية مكونات ميزان المدفوعات.

(1 : 2) ميزان الخدمات :

ظل هذا الميزان يحقق قيماً سالبة طوال الفترة (1995- 2006) ويعزى ذلك إلى أن إجمالي ما يتم دفعه للخارج مقابل خدمات الشحن والتأمين كانت أعلى مما يتسلمه البلد بالإضافة إلى تزايد تحويلات شركات النفط العاملة في اليمن مقابل تراجع حجم تحويلات المغتربين اليمنيين العاملين في مختلف البلدان وخاصة العاملون في دول الخليج .

(1 : 3) ميزان الدخل :

وهذا الميزان حقق هو الآخر قيماً سالبة طوال سنوات الفترة (1995- 2006).

(1 : 4) ميزان التحويلات الجارية :

يعد هذا الميزان عاملاً مهماً في تحقيق حدة العجز في ميزان الحساب الجاري ، فعلى الرغم من أنه سجل قيماً موجبة طوال الفترة (1995- 2006)، إلا أن هذه القيم تذبذبت بين الارتفاع والانخفاض وكانت متأرجحة من فترة لأخرى، وكانت أقل قيمة له في عام 2000، حيث بلغت نسبته إلى صافي الحساب الجاري حوالي (105%) .

2- حساب رأس المال :

يلاحظ من خلال صافي حساب رأس المال والموضح بالجدول أعلاه أنه كان انعكاساً للوضع المتدهور وخصوصاً خلال الفترة (1995-2000)، ولكنه بدأ التحسن في هذا الميزان منذ عام 2001، بسبب إلغاء أغلب الديون المستحقة على اليمن بموجب اتفاقية نادي باريس .

ونخلص من تحليل بيانات الجدول السابق لوضع ميزان المدفوعات اليمني إلى أن الميزان التجاري يمثل أهمية كبيرة في تحديد اتجاه وضع ميزان المدفوعات، ويؤكد ذلك أنه عند استبعاد الصادرات النفطية فإن الميزن التجاري اليمني يحقق عجزاً كبيراً طوال فترة الدراسة؛ لأن الصادرات غير النفطية لم يتجاوز متوسط نسبتها إلى إجمالي الصادرات حوالي (9%) خلال الفترة (1996-2004)[1] ، وأما في العامين (2005 ، 2006) فقد ارتفعت تلك النسبة إلى حوالي (12.6%)[2]، ومع هذا فهي نسبة متواضعة تشير إلى اعتماد الاقتصاد اليمني على الصادرات النفطية بشكل كبير، الأمر الذي يجعل الاقتصاد اليمني عرضة لتغيرات أسعار النفط في السوق العالمية، وهذا الوضع يحتم على الحكومة تحسين وضع القطاعات الإنتاجية الأخرى كالقطاع الزراعي والصناعي والسمكي، والعمل على تطويرها لتتمكن من زيادة المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي وعدم الركون إلى صادرات القطاع النفطي لوحده .

ويظهر من الجدول أعلاه أن درجة حساسية حصيلة البلد من النقد الأجنبي أكبر من درجة حساسية مدفوعاته الخارجية، فأي تغير مفاجئ في حصيلة النقد الأجنبي (كانخفاض أسعار النفط أو تراجع تحويلات المغتربين في الخارج)، لن يصاحبه تغير مماثل في جانب المدفوعات على الأقل في الأجل القصير والمتوسط ، وهذا سيولد مشكلة اختلال توازن الحساب الجاري .

(1) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوي لعامي 1999 ، 2004 ، صفحات متفرقه .
(2) الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوي لعامي 2005، 2006 ، ص 376 ، 423 .

3- الميزان الكلي (الموقف النهائي لميزان المدفوعات) :-

حصل تحسن نسبي في ميزان المدفوعات بعد تبني الحكومة برنامج الإصلاح الاقتصادي ، ولو أن ذلك كان نتيجة لتحسن وضع الميزان التجاري بسبب ارتفاع أسعار النفط العالمية، إلى جانب أن حساب رأس المال حقق فائضاً خلال الخطة الخمسية الثانية نتيجة انخفاض حجم المديونية الخارجية لليمن بعد إعفاء اليمن من أغلب ديونها من خلال نادي باريس، وقد انعكس ذلك إيجاباً على تحسن وضع ميزان المدفوعات حيث اختفى العجز وبدا بتحقيق فائض خلال الفترة (1999-2006) بمتوسط سنوي حوالي (726$) مليون دولار، ومع أن ميزان المدفوعات حقق فائضاً خلال تلك الفترة، إلا أن هذا الفائض ناتج عن مصادر مؤقتة ومختلفة المصادر كما سبق ذكره، وهذا يحتم على الحكومة البحث عن مصادر ثابتة لمتحصلات البلد من النقد الأجنبي كالاهتمام بالصادرات غير النفطية، مثل : الثروة السمكية والبيئية والصناعية والزراعية القابلة للنماء والتطور، وبذلك يتحسن وضع ميزان المدفوعات تحسناً حقيقياً مستمراً وليس تحسناً ظاهرياً مؤقتاً يتأثر بتغير العوامل الخارجية سلباً أوإيجاباً .

الفصل الثاني

الإطار النظري لأذون الخزانة

المبحث الأول : ما هية أذون الخزانة وفكرتها وأنواعها ومميزاتها.

(2 : 1 : 1) مفهوم أذون الخزانة.

(2 : 1 : 2) فكرة تمويل خزينة الدولة بواسطة أذون الخزانة.

(2 : 1 : 3) أنواع أذون الخزانة وأهدافها ومميزاتها.

المبحث الثاني : الإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة وفكرة إنشائها في الجمهورية اليمنية.

(2 : 2 :1) دواعي نشأة أذون الخزانة.

(2 : 2 : 2) الإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة.

(2 : 2 : 3) أهداف إصدارات أذون الخزانة.

المبحث الثالث:- تحليل هيكل أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة(1995-2007)

(2 : 3 : 1) تحليل تطور حجم إصدارات أذون الخزانة واتجاه النمو .

(2 : 3 : 2) تحليل هيكل آجال إصدارات أذون الخزانة .

(2 : 3 : 3) تحليل هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة ونسب الاكتتاب .

(2 : 3 : 4) تحليل حجم ونسب الفائدة التي تتحملها الخزينة العامة على أذون الخزانة .

الفصل الثاني

(الإطار النظرى لأذون الخزانة)

مقدمة:-

أذون الخزانة هي إحدى أدوات الدين العام المحلي، وهي من أنواع السندات قصيرة الأجل، وتستخدمها الحكومة في تمويل عجز الموازنة الموسمي، وسحب فائض السيولة النقدية، وكبح جماح التضخم، وتعد أحد أشكال الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة أو احدى هيئاتها أو مؤسساتها العاملة أو سلطاتها المحلية، وهي أداة نقدية، وأداة توازن نقدي قصيرة الأجل، وتتراوح آجالها بين(3- 12) شهراً، وبناءً على ذلك سنتناول في هذا الفصل الإطار النظري لأذون الخزانة (نظرة عامة)، والإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية، وكذلك تحليل هيكل أذون الخزانة، وسيتم تناول ذلك من خلال ثلاثة مباحث وكما يلي :-

المبحث الأول

(2 : 1) ما هية أذون الخزانة(Treasury bills) وفكرتها وأنواعها ومميزاتها :-

سنتناول في هذا المبحث ما هية أذون الخزانة(Treasury bills)من خلال التعرف على مفهوم أذون الخزانة(Treasury bills) من وجهات النظر المختلفة، وأيضاً التعرف على فكرة تمويل خزينة الدولة بواسطة أذون الخزانة، وكيف جاءت فكرة تمويل الخزينة بهذه الوسيلة، وكذلك التعرف على أنواع أذون الخزانة وأهدافها والمميزات التي تتميز بها هذه الأداة بصفتها أداة من أدوات السوق المفتوحة .

(2-1-1) :- ما هية أذون الخزانة(Treasury bills):-

تعود تسمية أذون الخزانة نسبة إلى خزينة الدولة ، (أي البنك المركزي) وتعتبر أداة من أدوات الاقتراض قصيرة الأجل من قبل الحكومة، وقد جاءت تعاريف عديدة لما هية أذون الخزانة سنذكر منها ما يلي :-

جاء في تعريف لأذون الخزانة[1]، (أن أذون الخزانة أداة من أدوات الدين الحكومية وتلجأ إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية، لمواجهة نفقاتها العامة، وتعد أذون الخزانة أكثر أدوات سوق النقد سيولة وقابلية للتسويق) .

وجاء في تعريف آخر لأذون الخزانة[2]، (أن أذون الخزانة عادة ما تصدر بصفة حامله، ولآجال تتراوح بين(3-12) شهراً، وتصنف ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل حيث يتم تداولها في السوق الثانوية على أساس الخصم)، وتعتبر أذون الخزانة من الأدوات الهامة في سوق النقد، وتصدرها الحكومات لمواطنيها بغرض تشجيعهم على الادخار، وتحقق ذلك بشروط مغرية كأن

---

(1) عاطف وليم أند راوس ،"السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادي"مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية2005 .ص19 .

(2) حسني طربوش ، عبدالمعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمدجوده ،" الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات " دار زهران ،عمان 1998 ، ص 48 .

تضمن عائداً مجزياً لحاملها ومعفياً من ضريبة الدخل، وجاء في التعريف أيضاً أن أذون الخزانة تصدر في أغلب الأحيان بقيمة اسمية تبدأ من(1000 $ مثلا) ومضاعفاتها، وتسمى هذه القيم بالقيم الاسمية، إذاً هناك قيمة اسمية وقيمة فعلية، أما القيمة الاسمية، فهي القيمة التي يحددها البنك المركزي، وأما القيمة الفعلية (قيمة الشراء)، فهي القيمة التي يضمنها المستثمر للأذن الواحد وفق المزاد التنافسي، ويلتزم أمام البنك بدفعها في الموعد المحدد، ويتم شراء الأذون بالخصم من القيمة الاسمية ويكون الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة الفعلية(سعر الشراء) للأذون بمثابة العائد على تلك الأذون، وعند انتهاء أجل استحقاق الأذون، يحصل حائزها على كامل القيمة الاسمية لتلك الأذون .

ولتوضيح كيف يتم احتساب العائد السنوي للاستثمار في تلك الأذون.

وكما جاء في احتساب العائد لأذون الخزانة[1]، بأن نقوم باحتساب العائد الربع السنوي مثلاً ثم نقوم باحتساب العائد السنوي، وكما يلي :

المعدل ربع السنوي = (القيمة الاسمية – القيمة الفعلية) \ القيمة الفعلية = العائد \ القيمة الفعلية.

ويتم احتساب العائد السنوي وفقاً للمعادلة التالية:

(1 + المعدل ربع السنوي)^{ن} = 1 + المعدل السنوي .

حيث (ن) تمثل عدد شهور أو أيام السنة.

إذاً العائد السنوي = (1 + المعدل ربع السنوي)^{ن} - 1 .

وهناك تعريف آخر[2]، (أن أذون الخزانة عبارة عن سندات تصدرها الحكومة وتكون ذات آجال قصيرة جداً، ليسهل توزيعها على البنوك والمؤسسات المالية المختلفة فهي تستحق الدفع في فترات لا تتجاوز(90يوماً)، والغرض منها تمويل بعض أنواع العجز الموسمي في ميزانية الدولة، أي أن هذه السندات طابعها حكومي وتسمى سندات الدين العام وتصدر كسند اسمي أو لحامله).

وجاء تعريف لأذون الخزانة[3]، (بأن أذون الخزانة قروض قصيرة الأجل، وتقوم الدولة بإصدارها وتسدد في فترة لا تزيد عن سنة، وذلك لسد العجز المالي الحقيقي بين الإيراد والإنفاق) ويواصل التعريف، أن أذون الخزانة تمول عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية وتطرحها الدولة في سوق المال عن طريق البنك المركزي للجمهور والمتعاملين بسعر الفائدة السائد في السوق، من خلال عطاءات ومزايدات، وينتج عن ذلك تزايد الدين العام الداخلي المحلي وأعبائه وخاصة الفوائد المتزايدة، ولكن بالمقابل يتم تخفيض معدل التضخم بشكل كبير، ويواصل التعريف أن

---

(1) منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشآت المعارف، بالاسكندرية 1997 ، ص 57 .

(2) أحمد دغيم اقتصاديات البنوك مع نظام نقدي واقتصادي عالمي موحد،مكتبة مدبولي ، القاهرة 1989م ، ص74 .

(3) عبدالمطلب عبدالحميد،سلسلة الدراسات الاقتصادية(2)السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي) مجموعة النيل العربية 2003,ص 75 .

التمادي في زيادة الدين العام الداخلي تثير حولها المخاوف بل المخاطر من تصاعد نمو الدين العام وتزايد أعبائه، لما له من آثار سلبية على الأداء الاقتصادي .

وجاء تعريف آخر[1]، (أن أذون الخزانة عبارة عن صكوك تصدرها خزانة الدولة لحاملها لمدة تتراوح بين(15 ، 91 ، 182 ، 364) يوماً وغالباً ما تصدر لمقابلة العجز الموسمي للموازنة أو لسحب السيولة الزائدة عن الإصدار النقدي، وتعتبر من مكونات الأموال السائلة الداخلة في حساب نسبة السيولة، ويمكن إعادة خصمها لدى البنك عند الاحتياج لها) .

ويرى تعريف آخر لأذون الخزانة[2]، (أن أذون الخزانة عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ إصدارها عادة عن سنة وتتراوح بين(3-12شهرا) وتصدرها الحكومة بشكل دوري حرصاً منها على ضمان استمراريتها والأذن يباع بالخصم على قيمته الاسمية، فمثلاً يمكن أن تشتري أذناً بقيمة فعلية ($900) وتستلم في تاريخ الاستحقاق ($1000) وهي القيمة الاسمية، ويعتبر الفارق بين القيمتين الاسمية والفعلية مقدار العائد الذي يحققه المستثمر .

وخلاصة للتعريفات السابقة يمكن تعريف أذون الخزانة(Treasury bills) بأنها ورقة مالية وهي نوع من أنواع السندات المالية، وهي أداة من أدوات السياسة النقدية، وتصنف ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، وهي وسيلة نقدية تستخدمها الحكومة لامتصاص السيولة النقدية الزائدة في السوق، وتمويل عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية، أي أن طابعها حكومي، وتسمى سندات الدين العام، وتصدر كسند اسمي أو لحامله، ويمكن البيع والشراء لأذون الخزانة عن طريق السوق الأولية والثانوية .

(2-1-2):فكرة تمويل خزينة الدولة بواسطة أذون الخزانة(Treasury bills).

سبق التعرف في المطلب الأول على أن أذون الخزانة تعتبر أداة من أدوات الدين الحكومية، وعادة تصدر بصفة حامله ولآجال تتراوح بين(3-12شهرا)، وتصنف ضمن الأوراق قصيرة الأجل .

ويعتبر الاقتصادي الأمريكي (بيجوت Bagehot) هو أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة الأمريكية في عام (1887م)بواسطة أذون الخزانة[3]، ومنذ ذلك التاريخ اعتبرت أذونات الخزانة من الأدوات الهامة في سوق النقد .

---

(1) محمد شحود ،حكم الاستثمارفي أذون الخزانة ،مجلة الدراسات الاجتماعية ،العدد الثامن ،يوليو -ديسمبر 1999 .ص147

(2) عبدالنافع عبدالله الزرري ،الأسواق المالية ،دار وائل للنشر ،عمان الأردن ط2001 ، ص 43 .

(3) حسني طربوش ،عبدالمعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمدجوده ، الأسواق المالية ،مفاهيم وتطبيقات مرجع سبق ذكره، ص49.

(3-1-2):- أنواع أذون الخزانة(T .bills) وأهدافها ومميزاتها .

تقسم أذون الخزانة إلى نوعين هما[1]:-

1- حسب نوع المالك .   2- حسب نوع الاكتتاب .

ويمكن تفصيل النوعين السابقين وما يحتوي كل نوع منهما كما يلي:-

1- النوع الأول: حسب نوع المالك وينقسم إلى نوعين هما:-

أ-سندات أذون خزانة اسمية :- وهي تلك السندات التي يتم إصدارها باسم شخص معين وتسجل باسمه، ولا تنتقل ملكيتها إلى شخص آخر إلا وفق إجراءات إعادة تسجيلها باسم الشخص الجديد.

ب-سندات أذون خزانة لحاملها :- وهي تلك السندات التي لا تحمل اسماً معيناً ولهذا تنتقل ملكيتها بمجرد الحيازة .

2- النوع الثاني: حسب نوع الاكتتاب وينقسم أيضاً إلى نوعين هما:-

أ- تنافسي:- ويتم عرضها بطريقة المزاد العلني، أي يتم تحديد مبلغ معين يحدد قيمة الأذن. ويتم التنافس بين المستثمرين في دفع أعلى مبلغ للأذن كقيمة فعلية، ويحصل عليها من دفع أعلى قيمة لها، بحيث لا يساوي القيمة الاسمية المحدد للأذن.

ب- غير تنافسي :- ويتم عرضها بتحديد المبلغ والفائدة والمدة مسبقاً، وكل من دفع المبلغ المحدد يستلم ما يقابله من الأذونات .

---

(1) محمد شحود ،حكم الاستثمار في أذون الخزانة ،مجلة الدراسات الاجتماعية ،مرجع سبق ذكره، ص 148,147.

الأهداف المرجوة من إصدارات أذون الخزانة (T .bills)[1]:-

1) تمويل عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية .
2) أذون الخزانة إحدى الأدوات المستخدمة في إدارة وتوجيه السياسة النقدية للبلد.
3) التحكم في المعروض النقدي وخاصة في أوقات الرواج والكساد وحيث تلجأ إليها السلطات النقدية نظرا لسرعة تأثيرها خاصة في الاقتصاديات المتقدمة ذات الأسواق المالية والنقدية المتطورة .
4) تساعد على كبح جماح التضخم في البلد .
5) تحافظ على مستوى ثابت ومستقر للأسعار.
6) المحافظة على استقرار أسعار صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية .

مميزات أذون الخزانة (T .bills) :-

1- العائد الاستثماري على أذون الخزانة يحصل عليه المستثمر عند شرائه لأذون الخزانة بأقل من قيمته الاسمية[2] .
2- ضمان حصول المستثمر على القيمة الاسمية كاملة للأذون عند تاريخ الإستحقاق ، لأنها تصدر عن الحكومة وبالتالي فهي تضمن للمستثمر الدفع وقت الاستحقاق .
3- قابلة للخصم وإعادة الخصم قبل موعد استحقاق الأذن[3] .
4- أذون الخزانة قابلة للتداول وانتقال ملكيتها وفق قواعد انتقال الملكية كافة .
5- ارتفاع درجة سيولتها إذ يمكن تحويلها إلى نقدية بتكلفة منخفضة وبأدنى مخاطر .
6- عائد أذون الخزانة معفي من الضرائب.
7- سهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، فالأذن عادة ما يباع بخصم (أي بسعر أقل من قيمته الاسمية)[4] .

---

(1) محمد شحود ، حكم الاستثمار في أذون الخزانة ،مجلة دراسات اجتماعية مرجع سبق ذكره ,ص149 .
(2) محمد شحود ، المرجع السابق ص151 .
(3) محمدمحمدمنصور الصباحي ، إقامة سوق للأوراق المالية في الجمهورية اليمنية ، الإمكانات والجدوى ، رسالة ماجستير ، جامعة الملكة أروى. الجمهورية اليمنية 2002 ، ص 180 .
(4) منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال " مرجع سبق ذكره ، ص57 .

المبحث الثاني

(2 : 2) الإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة (T.bills) وفكرة إنشائها في الجمهورية اليمنية.

سيتم في هذا المبحث التعرف على دواعي نشأة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية، وأيضاً التعرف على الإطار والمرجعية القانونية لإصدارات أذون الخزانة، وما هي الأهداف المرجوة من إصدارات تلك الأذون .

(1-2-2):- دواعي نشأة أذون الخزانة(T .bills) في الجمهورية اليمنية:-

نتيجة لتفاقم عجز الموازنة العامة للدولة خلال الفترة (1990-1994)، حيث شكل ذلك العجز أحد أهم ملامح الأزمة الاقتصادية، وقد تزايد العجز خلال تلك الفترة سنة بعد أخرى حيث بلغ نسبة العجز ما بين (5.5-20.3%)من الناتج المحلي الإجمالي، وما زاد من تلك الأزمة هو تمويل ذلك العجز حيث كان يتم تمويله عن طريق الائتمان الممنوح من البنك المركزي للحكومة، وهي الإصدار النقدي الجديد، وهي وسيلة تضخمية تزيد من لهيب الأسعار وارتفاع معدلات التضخم، ونتيجة لذلك ارتفعت مديونية الحكومة الداخلية خلال تلك الفترة وكما سبق ذكره والتي وصلت إلى(200مليار ريال) عام1994، والنتيجة الأهم للإصدار النقدي الجديد هو اتساع العرض النقدي، وارتفاع السيولة المحلية لدى الأفراد؛ حيث ارتفع العرض النقدي بالمعنى الضيق والواسع، ومن الملاحظ ارتفاع عرض النقد بالمعنى الضيق(M1)من(54.5)مليارريال عام1990، إلى نحو(139.7) مليارريال في عام 1994[1]، وارتفع العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) من (75.4) مليار ريال في عام 1990[2]، إلى (220.7) مليار ريال في عام 1994[3].

ونتيجة لعدم التناسب بين العرض النقدي والناتج المحلي الإجمالي، حيث كان العرض النقدي يفوق أية زيادة في الناتج المحلي الإجمالي، أدى ذلك إلى ارتفاع الأسعار بصورة كبيرة، وبلوغ التضخم حداً كبيراً وصل إلى أكثر من (70%)في عام 1994، وارتفع التضخم إلى ما يزيد عن(100%) في نهاية عام 1994، أما سعر الصرف خلال الفترة(1990 – 1994)،

(1) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام من1990 إلى1997 م.
(2) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية مالية ، إبريل -يونيو1994 ، ص 5 .
(3) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقرير السنوي 1997، ص 98.

فقد شهد تدهوراً كبيراً حيث ارتفع من (12ريالاً) للدولار الواحد[1]، في المتوسط خلال عام 1990، إلى ما يزيد عن(100ريال) للدولار الواحد في نهاية1994، وارتفع في يونيو1995 إلى 160ريالاً للدولار الواحد[2]، وإزاء ذلك وغيرها من الاختلالات الاقتصادية تبنت الحكومة برنامج إصلاح اقتصادي ومالي مكون من حزمة من الإجراءات، وتمثل عملية إصدار أذون الخزانة أحد هذه الإجراءات حيث كان لا بد من وسيلة تحقق هدفين في آن واحد هما[3]:-

1- تمويل عجز الموازنة المتفاقم بوسيلة غير تضخمية .

2- امتصاص السيولة من السوق كوسيلة نقدية تحد من التضخم والسيطرة عليه.

وعليه فقد قام البنك المركزي اليمني بتنفيذ إصدارات أذون الخزانة منذ ديسمبر1995، بموجب القرار الجمهوري بالقانون رقم(19)لسنة1995 بشأن الدين العام ولائحته التنفيذية، والذي سيأتي ذكر مواد ذلك القانون بالفقرة القادمة، وهكذا بدأت أذون الخزانة رحلتها كركن أساسي من أركان عملية الإصلاح وبدأت كتجربة، و بآجال لمدة شهر واستمرت ثلاثة أشهر ابتداء من ديسمبر1995، وكذلك يناير وفبراير من العام1996، وتم الإصدار بعد ذلك بالآجال(91 و182 و364 يوماً)، وألغي أجل الشهر، وتطور المزاد ليصبح أسبوعياً، وبالنسبة لنوع الإصدار الذي تم اتباعه فكان على النحو التالي، بالنسبة للإصدار بحسب نوع المالك، فقد أصدرت سندات أذون الخزانة الاسمية، ولم تصدر سندات أذون خزانة لحامله، وبالنسبة للسندات حسب نوع الاكتتاب فقد أصدرت سندات تنافسية وغير تنافسية، ويتم الإصدار في السوق الأولية، أما السوق الثانوية فلم يتم تفعيلها حتى هذه اللحظة، وحددت قيمة الإذن الواحد بمبلغ (10000ريالات)عشرة ألف ريال كقيمة اسمية ومضاعفاته، ويحق للمتقدم الاشتراك بأكثر من طلب وبأسعار مختلفة بحيث لا يتعدى نسبة الاشتراك للمستثمر الواحد عن(25%)من إجمالي قيمة العطاءات في المزاد، وتم رفع تلك النسبة إلى (35%)، ويتم الشراء بالخصم من القيمة الاسمية، بحيث يكون الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة الفعلية هو العائد الممنوح للمستثمر، ويتم التنافس على المزادات المعلنة من البنك المركزي من قبل المستثمرين، وينجح بالشراء من أعطى أعلى قيمة للسند(القيمة الفعلية) بحيث لا يصل إلى القيمة الاسمية، وهكذا يتم إدخال البيانات في الحاسب الآلي، بحيث يتم الفرز آلياً من خلال برنامج فرز الطلبات التنافسية المعد لهذا الغرض، حيث يقوم هذا البرنامج بتحليل الطلبات وفرز أسماء الفائزين والمرفوضين إن وجد ت في الآجال المعتمدة وتحديد السعر المرجح، واستمرت إصدارات أذون الخزانة على الآجال الثلاثة(91 ،182 ،364يوماً)، وعلى المزاد الأسبوعي وحتى هذه اللحظة .

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ،نشرة إحصائية مالية ،إبريل -يونيو 1994 ، ص 32 .
(2) النك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ،نشرة إحصائية مالية، أكتوبر ، ديسمبر 1996 ، ص 37 .
(3) أحمد السماوي، أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية، مجلة دراسات اقتصادية ،العددالعاشر ،يناير-مارس 2004 ، ص 137.

(2 -2-2):- الإطار القانوني لإصدارات أذون الخزانة(T . bills) في الجمهورية اليمنية:-

تمهيداً لإصدار أذون الخزانة كان من الضروري اتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير القانونية والإدارية العامة، ولعل أهم تلك الإجراءات ما يلي :-

1-إصدار القرارالجمهوري بالقانون رقم(19)لسنة1995 بشأن الدين العام [1]ولائحته التنفيذية.

وتم بموجب هذا القانون في المادة رقم(3) تخويل البنك المركزي اليمني نيابة عن الحكومة بإصدارسندات حكومية، بشكل سندات اسمية أو لحاملها بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية وتوجيه قيمتها للأغراض التالية :-

أ- تمويل المشاريع الاستثمارية.

ب- سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة .

وكذلك وضحت المادة رقم(4) من قانون الدين العام، بأنه تضمن الحكومة السندات المصدرة بمقتضى هذا القانون، وتلتزم بضمان الوفاء بجميع حقوق أصحابها أو الحائزين عليها في مواعيد استحقاقها.

وفي المادة رقم(6) تم تحديد العائد الاستثماري السنوي يعادل أسعار الفائدة المعمول بها في تاريخ إصدار السند، إضافة إلى علاوة تشجيعية تتراوح بين(1% و 2%) .

وتم في المادة رقم(8) تحديد مدة السندات الحكومية بثلاث سنوات من تاريخ الإصدار، قابلة للتجديد لمدد أخرى مماثلة.

أما المادة رقم(9) فقد حددت تشكيل لجنة تسمى لجنة السندات الحكومية برئاسة رئيس مجلس الوزراء وعضوية كل من : وزير التخطيط ، وزيرالصناعة، وزيرالمالية، محافظ البنك المركزي.

ومن ضمن مهام تلك اللجنة تحديد النسبة المستخدمة من حصيلة السندات الحكومية في تمويل عجز الموازنة العامة، وفي تمويل المشاريع الاستثمارية خلال العام.

وفي المادة رقم(10)من هذا القانون، حددت قيام البنك المركزي نيابة عن الحكومة بمباشرة المسئوليات المتعلقة بالدين العام، بما في ذلك إصدار السندات ودفع عائد الاستثمار السنوية المستحقة عليها، والوفاء بقيمتها في موعد استحقاقها.

---

(1) الجمهورية اليمنية، وزارة الشئون القانونية، قانون الدين العام رقم(19)لسنة1995، ولائحته التنفيذية.

2- إصدار القرار الجمهوري بالقانون رقم(20)لسنة1995 بشأن أعمال الصرافة[1].

صدر القرار الجمهوري بالقانون رقم (20)، في 25\5\1995، لتنظيم أعمال الصرافة في الجمهورية اليمنية.

ألزم القانون الراغبين في مزاولة أعمال الصرافة التقدم إلى البنك المركزي اليمني للحصول على تراخيص مزاولة المهنة، وفقاً للمواصفات والشروط المنصوص عليها في المادة (4) من هذا القانون، كما حدد القانون أعمال الصرافة المسموح بها والأعمال المحظورة، ونظم قواعد الإشراف والرقابة وكذلك حدد العقوبات الرادعة للمخالفين .

وكان هذا القانون تعزيزاً للقوانين رقم(21) و(36) لسنة1991 بشأن البنوك، للحد من المضاربة واستقرار سعر الصرف للعملة المحلية أمام العملات الأجنبية، وإحكام قبضة الدولة على أعمال الصرافة، ومع ذلك تطلب الأمر صدور القرار الجمهوري رقم(15)لسنة1996 لتعديل القرار الجمهوري رقم(20) لسنة1995، تضمن مزيداً من الأحكام تعزيزاً لفعالية هذا القطاع ودوره في النشاط الاقتصادي، والحد من التصرفات النقدية والمالية غير المسئولة من خلال أحكام شروط مزاولة المهنة، ووضع العقوبات الصارمة لمن يخل بأحكام القانون .

3- قرارا محافظ البنك المركزي اليمني رقم (7) ورقم(8)لسنة 1995[2].

أصدر محافظ البنك المركزي القرار رقم(7)في 13-7-1995 . قضت المادة (1)منه بتحديد أسعار الفوائد على الودائع لدى البنوك وفقاً للآتي:-

أ- الودائع لمدة 3 أشهر بسعر فائدة 20% . ب - الودائع لمدة 6 أشهر بسعر فائدة21%

ج- الودائع لمدة 9أشهر بسعر فائدة 21.5% . د - الودائع لمدة سنة 22% .

هـ - ودائع الادخار 20%.

وقضت المادة (2) بأن تدفع البنوك فوائد على الودائع بالعملات الأجنبية بسعر الليبوز ناقصاً نصف نقطة مئوية واحدة ، كما قضى القرار بتحديد فائدة الإقراض .

كذلك أصدر محافظ البنك المركزي القرار رقم (8) بتاريخ13-7-1995، والذي يقضي بقبول البنك المركزي لودائع الأجل للبنوك لمدة ثلاثة أشهر، وستة أشهر، و تسعة أشهر، واثني عشر شهراً، بفائدة قدرها الفائدة التي تعطيها البنوك التجارية على ودائع الجمهور زائداً نقطة واحدة، وفقاً للآجال والفوائد المحددة لها ووفقاً للمادة (1) من القرار السابق (7)لسنة1995 .

---

(1) الجمهورية اليمنية، وزارة الشئون القانونية قانون رقم(20)لسنة1995، بشأن أعمال الصرافة.

(2) البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية، نوفمبر2007، قرار محافظ البنك المركزي رقم (7) ورقم (8) لسنة 1995، بتحديد أسعار الفائدة، ص 21 .

وقضت المادة (3) من القرار بأن يتقاضى البنك فائدة على القروض التي يقدمها للحكومة من حصيلة هذه الودائع هي متوسط تكلفة ودائع البنوك لديه زائداً نقطتين مئويتين.
وقضت المادة (4) من القرار بأن يدفع البنك فائدة على ودائع المؤسسات العامة لديه بسعر الفائدة التي تدفعها البنوك التجارية على ودائع الجمهور لديها .

وأصدر محافظ البنك المركزي المنشور رقم 222م\م بتاريخ16-7-1995 تنفيذاً للقرار رقم(8)لعام 1995، والذي قضى باحتساب فائدة على القروض الممنوحة للحكومة من البنك بنسبة(24.13%) ابتداء من تاريخ صدور القرار، وتحتسب نفس نسبة الفائدة السابق ذكرها على الأرصدة المكشوفة للمؤسسات والهيئات والبنوك وما في حكمها.

(3-2-2):- أهداف إصدارات أذون الخزانة :-

ويتضح الهدف من إصدارات أذون الخزانة كما جاءت بالقرار الجمهوري بالقانون رقم(19)لسنة1995 بشأن الدين العام بما يلي :-

1- حددت المادة رقم(3) من القانون بتوجيه قيمة السندات الحكومية للأغراض التالية:-

أ- تمويل المشاريع الاستثمارية.

ب- سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة .

2- وحددت المادة رقم(9) من هذا القانون مهمة لجنة السندات الحكومية، ومنها تحديد النسبة المستخدمة من حصيلة السندات الحكومية في تمويل عجز الموازنة العامة، وفي تمويل المشاريع الاستثمارية خلال العام.

المبحث الثالث

(2 : 3) :- تحليل هيكل أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة(1995 -2007).

يتناول هذا المبحث، دراسة وتحليل هيكل أذون الخزانة خلال الفترة (1995 -2007)، من حيث تطور إصدارات أذون الخزانة الاسمية والفعلية، واتجاهات نموها السنوي، وحجم هذه الإصدارات في الاقتصاد اليمني، وكذلك تحليل هيكل آجال أذون الخزانة، وهيكل المستثمرين فيها، ونختتم المبحث بتحليل حجم الفائدة ونسبتها على إصدارات أذون الخزانة والتي تتحملها الخزينة العامة للدولة .

(2 -3 -1) :- تحليل تطور حجم إصدارات أذون الخزانة واتجاه النمو :-

أولاً :- تحليل تطور حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة :-

نستخدم كلمة المصدر أو الإصدار وهذا يعني الإصدار الجديد في كل سنة لتغطية الطلبات الجديدة للمستثمرين في أذون الخزانة.

أما المعاد إصداره فيقصد به إعادة تجديد الشهادات الصادرة من سابق والتي تم استحقاقها، والمطلوب إعادة تجديدها لفترة قادمة، وتستخدم كلمة الإصدارات لكل من المصدر والمعاد إصداره، حيث يتم تحديد حجم الإصدارات من قبل اللجنة المختصة بالبنك المركزي اليمني، والشروط الخاصة بكل إصدار من واقع جملة من المؤشرات ذات الصلة بأدوات السياسة النقدية وفي إطار الخطة السنوية لإصدارات أذونات الخزانة وسندات الحكومة المعتمدة من اللجنة العليا للدين العام والتسليف، حيث يقوم البنك المركزي نيابة عن الحكومة بمباشرة المسئوليات المتعلقة بالدين العام المحلي بما في ذلك إصدار السندات[1]، وباستقراء بيانات الجدول التالي(2 : 1) يلاحظ تطور حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة بالقيمة الاسمية والفعلية، حيث ارتفعت تلك الاصدارات بالقيمة الفعلية من(1.95) مليار ريال في عام 1995 وكان ذلك لأجل واحد في شهر ديسمبر1995، وكان أول إصدار لأذون الخزانة، إلى (39.4)مليار ريال في عام 1996 حيث تم الإصدار طوال العام، وبمعدل نمو(1921%) عن العام1995[2].

---

(1) البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ،الإدارة العامة للدين العام والتسليف ، القواعد والإجراءات الإدارية والتنظيمية والمحاسبية المتبعة في إصدار سندات أذون الخزانة ، ص1 .

(2) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2001، ص22.

أما القيمة الاسمية والتي تمثل (القيمة الفعلية + العائد) فقد ارتفعت من(1.99)مليار ريال تقريباً عام1995 إلى (42)مليار ريال في العام 1996 .

ثم واصل حجم الإصدارات بالارتفاع سنة بعد أخرى حيث ارتفعت القيمة الفعلية في عام 1998 إلى (180)مليار ريال مقابل (107.7)مليار ريال للعام 1997 بمعدل نمو (67%) للعام 1998 مقارنة بمعدل نمو(173 %) للعام1997، أما القيمة الاسمية للإصدارات فقد ارتفعت إلى(190) مليار ريال مقابل (114) مليار ريال في العام 1997 .

ويتضح أيضاً من الجدول السابق(2 : 1) تواصل ارتفاع حجم الإصدارات من أذون الخزانة حيث وصلت الإصدارات بالقيمة الفعلية للعام2000(267) مليار ريال، مقابل(235)مليار للعام 1999، وبمعدل نمو(14%)[1] في العام 2000 عن العام 1999، أما القيمة الاسمية فقد وصلت إلى (282) مليار ريال في العام 2000 ، مقابل (256)مليار في العام 1999مع أنه تم تحقيق فائض للعامين (1999، 2000)، ومع ذلك استمرت عملية الإصدارات من أذون الخزانة خلال هذين العامين، ومع تحقيق فائض في الموازنة توقفت تلك الإصدارات في العام2001 وتم الاكتفاء بإعادة إصدار ما تم إصداره[2] لذلك العام، وحقق معدل نمو سالب وصل إلى(-2%)[3]، بسبب عدم إصدار جديد للعام2001، ولكن تلك الإصدارات عاودت بالارتفاع من جديد بداية من عام 2002 سنة بعد أخرى، وحتى نهاية فترة الدراسة، واستمرت الإصدارات لأذون الخزانة وبوتائر عالية سنة بعد أخرى؛ حيث بلغ حجم تلك الإصدارات في العام 2007 وبالقيمة الفعلية (1218) مليار ريال مقابل (991)مليار ريال للعام 2006، وبمعدل نمو بلغ (23%)[4]، أما القيمة الاسمية فقد ارتفعت إلى(1287)مليار ريال مقابل (1050)للعام 2006، ويلاحظ أنه حتى في حالة انخفاض الإصدارات لا تزال حجم تلك الإصدارات مرتفعة وبكميات كبيرة، وهذا يدل على دخول متنافسين جدد هروباً إلى استثمار آمن بعيد عن المخاطر، وهذا يعني أن معدل النمو للإصدارات في السنوات القادمة قد تشهد معدلات نمو متزايدة لإصدارات أذون الخزانة .

ــ ويرى الباحث أن حجم الإصدارات من أذون الخزانة في تزايد مستمر حتى في السنوات التي تم فيها تحقيق فائض في موازناتها، وعليه فإن على الحكومة اتخاذ إجراءات وسياسات للحد من الإصدارات المتزايدة لأذون الخزانة .

---

(1) حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة البداية والنهاية ــهدف الإنشاءونهاية الاستخدام ،المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، مجلة ربع سنوية ،مجلد العدد الأول، تصدرها كلية التجارة ــجامعة عين شمس، القاهرة، يناير 2006. ص184 .

(2) احمد السماوي"تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، أبو ظبي 2005 . مرجع سابق ، ص 21 .

(3) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام2004، مارس2004 ص 24.

(4) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص 42.

جدول رقم(2 : 1) تطور حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة خلال الفترة (1995 – 2007) مليار ريال

السنوات	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي
حجم الإصدار الفعلي	1.95	39.4	107.7	180	235	267	262	289	398	634	790	991	1218	5413
معدل النمو %		1921	173	67	31	14	2-	10	38	59	25	25	23	
العائدالمستحق على الإصدار	0.04	2.6	6.6	10	20.5	15.2	14.2	14.8	22.5	36	47.7	58.8	69.6	319
معدل النمو %		1625	154	52	105	26-	7-	4	52	60	32.5	23	18	
القيمة الاسمية	1.99	42	114	190	256	282	276	304	421	670	838	1050	1287	5732

المصدر :- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للدين العام ، بيانات للأعوام (1995 – 1998) غير منشورة .

- البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، التقارير السنوية للأعوام (1998 – 2007) .

- النسب ، من عمل الباحث.

ثانياً:تحليل تطور حجم إصدارات أذون الخزانة وحسب الموقف القائم في ديسمبر نهاية كل عام:

في البداية يمكن إيضاح معنى الموقف القائم نهاية العام، والذي يمثل الالتزام الحقيقي القائم على الدولة من إصدارات أذون الخزانة، كدين عام محلي لمختلف القطاعات المشاركة[1]، وهذا الموقف القائم يختلف عن حجم الإصدار والمعاد إصداره من أذون الخزانة حيث يمثل الأخير كلاً من حجم الإصدارات الجديدة، إضافة إلى المعاد إصدارها والتي تم استحقاق آجالها وهناك رغبة في إعادة تجديدها لفترات قادمة وهذا الإيضاح حتى لا يتم الخلط بينهما خلال فقرات الدراسة، حيث يلاحظ من بيانات الجدول التالي (2 : 2) أن الموقف القائم بالقيمة الاسمية كان في عام 1995 (1987)مليون ريال[2]، وارتفع إلى (11984)مليون ريال في عام 1996، ثم واصل بالارتفاع سنة بعد أخرى، ووصل في نهاية 1999 إلى (119778) مليون ريال، وهذا يدل على تزايد الالتزام القائم على الحكومة الناتج عن إصدارات أذون الخزانة، وانخفض ليصل في نهاية 2000 (118366) مليون ريال، بسبب تحقيق فائض في الموازنة العامة، وعاود الارتفاع من جديد خلال الفترة(2001 - 2007) ليصل في نهاية 2007 إلى (543196)مليون ريال[3]، ومن هنا يتضح تطورحجم الموقف القائم لإصدارات أذون الخزانة والذي يمثل مديونية على الحكومة.

- أما من حيث اتجاهات النمو السنوية للموقف القائم بالقيمة الاسمية نهاية كل عام خلال فترة الدراسة يلاحظ من استقراء بيانات الجدول التالي (2 : 2) وخلال السنوات الأولى لإصدارات أذون الخزانة للفترة(1995- 2000) أن هذ الموقف قد شهد نمواً بمعدل متناقص؛ حيث انخفض معدل النمو من(503%) في عام 1996، إلى (-1%) عام 2000، ويعود السبب في الانخفاض إلى تحقيق فائض في الموازنة خلال السنوات(1999- 2001)، وتم تسديد جزء من الدين القائم على الحكومة، ولكن الأمر اختلف خلال الفترة(2002 - 2004)حيث شهد ذلك الموقف نمواً بمعدل متزايد فقد ارتفع من(3%)عام 2001، إلى (50%)عام 2004، وقد عزز ضرورة إصدارأذون الخزانة ظهورعجز في الموازنة خلال العامين(2004،2003)، وأعيد مرة أخرى إصدارأذون الخزانة[4]، وارتفع معها الموقف القائم، ويتضح ذلك من بيانات الجدول(2 : 2)، ولكن معدل النمو انخفض إلى(20%) في عام 2005، وواصل الانخفاض إلى(14%) عام 2006 بسبب تحقيق فائض في موازنة هذا العام، ولكن بسبب عجز الموازنة وارتفاع السيولة في السوق الناتج عن ارتفاع الأصول الخارجية للدولة عاود نمو ذلك الموقف بالارتفاع من جديد ليصل إلى (34 %) في نهاية عام 2007 .

---

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام2003 م ص 25.
(2) البك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية ، إبريل – يونيو 2002 ، ص 29 .
(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، ديسمبر 2007 م ، ص 17 .
(4) احمد السماوي"تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ،ص 21 .

جدول رقم (2 : 2) موقف أذون الخزانة حسب الموقف القائم نهاية كل عام للفترة (1995- 2007) (ملايين الريالات).

البيان / السنة	القيمة الاسمية										القيمة الفعلية								
	البنوك				غير البنوك				الإجمالي	معدل النمو	البنوك				غير البنوك				الإجمالي
	30يوما	91يوما	182يوما	364يوما	30يوما	91يوما	182يوما	364يوما		%	30يوما	91يوما	182يوما	364يوما	30يوما	91يوما	182يوما	364يوما	
يسمبر 1995	894				1093				1987	—	877				1072				1949
يسمبر 1996		3186	3943			1858	2997		11984	503		2930	3623			1710	2753		11016
يسمبر 1997		16630	9801	6686		9848	4251	7739	54955	359		16244	9598	5776		9347	3561	6715	51241
يسمبر 1998		19377	9290	7596		10582	5427	39087	91359	66		18685	8725	6744		10166	5066	34721	84107
يسمبر 1999		27641	4526	5062		21636	12384	48529	119778	31		26210	4068	4201		20575	11170	40362	106586
يسمبر 2000		15133	3332	3512		32827	12019	51543	118366	1 -		14658	3122	3055		31838	11334	45548	109555
يسمبر 2001		5916	2133	3194		45012	16215	49223	121693	3		5725	1998	2817		40571	15137	52132	118380
يسمبر 2002		2245	2575	4561		41749	30943	56420	138493	14		2181	2421	4027		40646	29211	50668	129154
يسمبر 2003		26225	9920	13112		48788	34084	66602	198731	43.5		25346	9281	11544		47160	31934	58977	184242
يسمبر 2004		46688	19325	35050		73881	42379	80584	297907	50		45074	18031	30752		71321	39607	70941	275726
يسمبر 2005		59860	26494	35037		86650	49510	99132	356683	20		57638	24619	30469		83463	46047	86310	328546
يسمبر 2006		80446	27614	31148		98606	59625	107640	405079	14		77402	25605	26936		94894	55296	93090	373223
يسمبر 2007		175651	25212	25888		126697	70495	119253	543196	34		168961	23361	22351		121872	65313	102944	504802

المصدر : - البنك المركزي اليمني ،الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، النشرات الإحصائية المالية ، نشرات ربع سنوية للأعوام 1996- 2003 أعداد متفرقة.
- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، نشرات شهرية للأعوام(2006-2007) أعداد متفرقة.
- النسب من عمل الباحث .

(2 – 3 – 2) تحليل هيكل آجال إصدارات أذون الخزانة :-

يتضح من خلال دراسة هيكل آجال إصدارات أذون الخزانة وحسب البيانات الصادرة عن إدارة الدين العام والموضحة من خلال بيانات الجدول التالي (2 : 3) أن هناك أربعة آجال تم العمل بها خلال فترة إصدارات أذون الخزانة المصدرة من قبل الحكومة، وتلك الآجال هي(30 يوماً، 91 يوماً، 182يوماً، 364يوماً)، وتبين المقارنة الإجمالية للمصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة والتي يبينها الجدولان(2 : 3) و (2 : 4) وبحسب القيم الاسمية والفعلية وللآجال الأربعة، ما يلي:

أولاً :- حركة أذون الخزانة المصدرة والمعاد إصدارها بالآجال المختلفة بالقيمة الاسمية:

شرع البنك المركزي اليمني بتنفيذ إصدارات أذون الخزانة وكما يوضح ذلك الجدول (2 : 3) والذي يوضح بأن الاصدارات الثلاثة الأولى ولأجل شهرفي (ديسمبر1995، ويناير وفبراير من العام 1996)[1]، حيث بدأت كتجربة وكانت النتائج مشجعة، ثم انتقل البنك المركزي من الإصدار الرابع في7-3-1996 بإصدار أذون الخزانة ولأجل (91يوماً) واستمرعلى هذا الأجل فقط حتى الإصدار السابع في8-6-1996[2]، وألغي أجل الشهر، ومنذ الإصدارالثامن في 9-7-1996أخذ البنك في إصدار أذون الخزانة للأجلين (91، 182) يوماً وحتى الإصدار الثالث عشر وفي نفس الوقت حتى نهاية عام1996، وبداية من العام1997 وهو بداية الإصدار الرابع عشر أخذ البنك المركزي في إصدار أذون الخزانة للآجال(91 ،182 ،364) يوماً وبمعدل إصدار واحد كل شهر خلال الأشهر يناير وفبرايرومارس من عام 1997 أي حتى الإصدارالسادس عشر، وقام البنك في22-3-1997 بالإصدار السابع عشر، ليتكررالإصدارمرتين في شهر مارس، وتم في 8-4-1997بالإصدارالثامن عشر مرة واحدة خلال شهر أبريل، ثم تحول الإصدار وبواقع مرتين في الشهروبشكل منتظم بداية من الإصدار التاسع عشر في10-5-1997، وحتى الإصدارالرابع والثلاثين في20-12-1997، وتواصلت إصدارات البنك المركزي في عام1998 وبواقع مرتين في الشهر بداية من الإصدار الخامس والثلاثين في6-1-1998 وحتى الإصدار الثامن والأربعين في23-7-1998، وبداية من الإصدار التاسع والأربعين في1- 8- 1998 أخذ البنك المركزي بالإصدار الأسبوعي وبشكل منتظم وحتى هذه اللحظة، حيث واصل البنك المركزي إصداراته في

[1] البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، أنشطة القطاع خلال عام 1998، ص38.
[2] نفس المرجع السابق ، ص 38 .

عـام1998 وحتـى الإصـدار الـسبعين فـي26-12-1998 وللآجـال(91 ،182 ،364) يومـاً[1]، واستمر إصدار البنك المركزي لأذون الخزانـة بصفة منتظمـة خـلال عـام1999 وبشكل أسبوعي بدايـة مـن الإصـدار الواحـد والـسبعين وحتـى الإصـدار المائـة والعـشرين وكانـت الإصـدارات بالآجال(91 ،182 ،364 يوماً)، وفي نهاية1999 بدأت الموازنـة تستعيد عافيتها، بل أصبح هناك فائضاً فـي الأعـوام (1999 ، 2000 ،2001)، ولكنـه تـم الاسـتمرار فـي الاصـدارات فـي عام2000، أما في العام 2001 فقد تم الاكتفاء بإعادة إصدار ما تم إصداره[2].

ونظراً لتوقف إصدارات أذون الخزانة فـي عـام 2001 فقد استخدم البنـك المركـزي اليمنـي وسيلة نقدية جديدة هـي إعـادة الـشراء(Repo) لامتـصاص الـسيولة مـن الـسوق، وكـان المتـاح مـن هـذه الوسيلة (65) مليار ريال سنوياً[3]، وبدأ تنفيذ هذه الوسيلة ابتداءً من22\11\1999[4]، إضـافة إلـى ذلك فقد قام البنك المركزي باستحداث شـهادات الإيداع إلـى جانـب الوسيلة الـسابقة، وبـدأ تنفيـذها اعتبـاراً مـن أول ينـاير 2001[5]، بغـرض امتـصاص الـسيولة الفائـضة فـي الاقتـصاد، ثـم عـاود إصدارأذون الخزانة من جديد بدايـة من عـام 2002 وبشكل أسبوعي وللآجـال(91 ،182 ،364) يوماً وحتى نهاية عام2007 حيث بلـغ عدد الإصـدارات لأذون الخزانـة من بدايـة الإصـدارات فـي عام 1995 وحتى نهاية عام 2007 (519)إصدار، كما بلغ إجمالي القيمة الاسمية لما تـم إصداره وإعـادة إصداره فـي عـام 2007مبلـغ (1287) مليـار ريـال ولجميـع الآجال، ويتـضح مـن بيانـات الجدول التالي (2 : 3) حـول مـشاركة الآجـال المختلفـة فـي الاسـتثمار فـي أذون الخزانـة بالقيمـة الاسمية الخلاصـة التالية :-

(أجل 30 يوماً) :-

بدأت إصدارات أذون الخزانة ولأجل شهر وذلك للثلاثة الإصدارات الأولى وبالقيمة الاسمية في (ديسمبر1995، ويناير وفبراير من العام 1996)[6]، وتوقفت بعد ذلك إصدارات الثلاثين يومـاً، حيـث بـدأت كتجربـة وبالتـالي كانـت نـسبة هـذا الأجـل ضـعيفة، ومثلـث نـسبة مـشاركته (0.0016%)من إجمـالي الإصـدارات خـلال فتـرة الدراسـة، وبمبلـغ إجمـالي (8.99) مليـار ريـال واحتل المرتبة الرابعة والأخيرة .

(1) نفس المرجع السابق ، ص 40 .
(2) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2002 م، ص 26.
(3) أحمد السماوي، أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية، مجلة دراسات اقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 138.
(4) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2001، ص 11.
(5) البنك المركزي اليمني، تقرير نتائج قطاع العمليات المصرفية المحلية لعام 1999، ص 34.
(6) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، أنشطة القطاع خلال عام 1998، مرجع سبق ذكره، ص 38.

جدول رقم (2 : 3)حركة أذون الخزانة المصدرة والمعاد إصدارها بالآجال المختلفة بالقيمة الاسمية خلال الفترة (1995 – 2007) (مليار ريال .

البنود / السنوات	أجل 30 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 91 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 182 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 364 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	الإجمالي للآجال المختلفة خلال العام
1995	1.99								1.99
1996	7	16.6	28	66.6	7	16.6			42
1997			74	64.9	26	22.8	14	12.3	114
1998			112	58.6	32	16.8	47	24.6	191
1999			169	66	33	12.9	54	21.1	256
2000			195	68.9	32	11.3	56	19.8	283
2001			186	67.6	34	12.4	55	20	275
2002			186	61.2	57	18.7	61	20.1	304
2003			259	61.5	82	19.5	80	19	421
2004			439	65.5	115	17.2	116	17.3	670
2005			557	66.5	144	17.2	137	16.3	838
2006			742	70.7	169	16.1	139	13.2	1050
2007			964	75	178	14	145	11	1287
إجمالي الأجل ومتوسط النسبة	8.99	0.0016	3911	68.2	909	15.9	904	15.8	5732.99

المصدر :- بيانات صادرة عن إدارة الدين العام في البنك المركزي للأعوام 1995- 1998 ،وهي بيانات غير منشورة .

- البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، التقارير السنوية للأعوام (1998 – 2007) .

- النسب من عمل الباحث.

(أجل 91 يوماً) :-

بدأت الإصدارات لهذا الأجل ابتداءً من الإصدار الرابع في7\3\1996وحتى نهاية فترة الدراسة، واحتلت حجم الإصدارات لهذا الأجل المرتبة الأولى من حجم الإصدارات خلال فترة الدراسة، وتراوحت نسبة المشاركة بين (58.6%) و(75%) خلال تلك الفترة، وكان متوسط نسبة حجم إصدارات الأجل ما يقارب (68.2%) من الحجم الكلي لإجمالي الإصدارات لجميع الآجال خلال فترة الدراسة، وبمبلغ إجمالي (3911) مليار ريال، وهذا يدل على رغبة المستثمرين في الاستثمار القصير الأجل نظراً لأن فترة الاستحقاق قصيرة، وكذلك سهولة تحويل السندات إلى سيولة نقدية بأقل تكلفة[1].

[1] حسن ثابت فرحان ، أذون الخزانة البداية والنهاية –هدف الإنشاءونهاية الاستخدام ،المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ،مرجع سابق ، ص 187 .

(أجل 182 يوماً) :-

وقد بدأ الإصدارلهذا الأجل ابتداءً من الإصدار الثامن في9-7-1996 إلى جانب الإصدار لمدة(91 يوماً) وحتى نهاية فترة الدراسة، حيث كانت نسبة المشاركة لهذا الإصدار يتراوح بين(11.3%) و (22.8%) خلال فترة الدراسة، وكان متوسط مشاركة هذا الأجل للفترة نفسها (15.9%) من إجمالي حجم الإصدارات لجميع الآجال وبمبلغ إجمالي (909) مليار ريال، وبهذا احتل المرتبة الثانية بالنسبة لبقية الآجال .

(أجل 364 يوماً) :-

بدأ إصدار أذون الخزانة لهذا الأجل ابتداءً من بداية العام 1997[1]، وهو بداية الإصدار الرابع عشر، وحتى نهاية فترة الدراسة إلى جانب الآجال (91، 182) يوماً، وقد شكلت نسبة مشاركة هذا الأجل إلى إجمالي الآجال نسبة تراوحت بين(11%) و(24.6%)خـلال فترة الدراسة، وبلغ متوسط نسبة مشاركة الأجل إلى إجمالي الآجال خلال الفترة نفسها ما يقارب(15.8%)، وبمبلغ إجمالي (904)مليار ريال، وبذلك احتل المرتبة الثالثة على مستوى الآجال .

ثانياً:حركة أذون الخزانة المصدرة والمعاد إصدارها بالآجال المختلفة بالقيمة الفعلية:

يتضح من خلال بيانات الجدول التالي (2: 4) حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة بالقيمة الفعلية لكل أجل على حدة خلال فترة الدراسة، ويتضح لنا الخلاصة التالية:-

(أجل 30 يوماً) :-

بدأت إصدارات أذون الخزانة ولأجل شهر للثلاثة الإصدارات الأولى وبالقيمة الفعلية في (ديسمبر1995، ويناير وفبراير من العام 1996)، ثم توقفت بعد ذلك إصدارات الثلاثين يوماً، وبدأت كتجربة وكانت نسبة هذا الأجل ضعيفة ومثلث نسبة مشاركته(0.0016 %) من إجمالي الإصدارات خـلال فترة الدراسة، وبلغ إجمالي مشاركته (8.75) مليار ريال، واحتل المرتبة الرابعة والأخيرة .

---

[1] البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، أنشطة القطاع خلال عام 1998 ، مرجع سبق ذكره ، ص 38 .

(أجل 91 يوماً) :-

بدأت الإصدارات لهذا الأجل ابتداءً من الإصدار الرابع في7\3\1996[1]، وحتى نهاية فترة الدراسة، واحتلت حجم الإصدارات لهذا الأجل المرتبة الأولى من حجم الإصدارات خلال فترة الدراسة، وتراوحت نسبة المشاركة بين (58.6%) و(74.5%) خلال تلك الفترة، وكان متوسط نسبة حجم الإصدارات لهذا الأجل ما يقارب (69.2%) من الحجم الكلي لإجمالي الإصدارات، وبلغ إجمالي مشاركته (3744) مليار ريال، وهذا يدل على رغبة المستثمرين في الاستثمار قصيرالأجل نظراً لأن فترة الاستحقاق قصيرة، وكذلك سهولة تحويل السندات إلى سيولة نقدية بأقل تكلفة[2].

(أجل 182 يوماً) :-

وقد بدأ الإصدار لهذا الأجل[3] ابتداءً من الإصدارالثامن في9-7-1996 إلى جانب الإصدار لمدة(91 يوماً) وحتى نهاية فترة الدراسة، وكانت نسبة المشاركة تتراوح بين (10.86%) و(22.8%) خلال فترة الدراسة، وكانت متوسط مشاركته خلال فترة الدراسة (15.8%) من إجمالي حجم الإصدارات، وبلغ إجمالي المشاركة(852.8) مليار ريال، وبهذا احتل المرتبة الثانية بالنسبة لبقية الآجال .

(أجل 364 يوماً) :-

بدأ إصدارأذون الخزانة لهذا الأجل[4]، ابتداءً من بداية العام 1997وهو بداية الإصدار الرابع عشر، وحتى نهاية فترة الدراسة إلى جانب الآجال(91، 182)يوماً، وقد شكلت نسبة مشاركة هذا الأجل إلى إجمالي الآجال بالقيمة الفعلية نسبة تراوحت بين(11.5%) و (24.6%)خلال فترة الدراسة، وكان متوسط نسبة مشاركته إلى إجمالي الآجال خلال فترة الدراسة ما يقارب(14.9%)، وبمبلغ إجمالي (806.6)مليار ريال، وبذلك احتل المرتبة الثالثة على مستوى الآجال وكما يوضح ذلك الجدول التالي:

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، أنشطة القطاع خلال عام 1998. ص 38 .
(2) حسن ثابت فرحان، أذون الخزانة البداية والنهاية -هدف الإنشاءونهاية الاستخدام ،المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مرجع سبق ذكره ص 187.
(3) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، أنشطة القطاع خلال عام 1998، مرجع سبق ذكره. ص 38 .
(4) البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، انشطة القطاع خلال عام 1998رجع سبق ذكره . ص 38 .

جدول رقم (2 : 4) حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة بالقيمة الفعلية وحسب الآجال المختلفة خلال الفترة (1995 -2007) (مليار ريال) .

البنود / السنوات	أجل 30 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 91 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 182 يوما	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	أجل 364 يوماً	نسبة الأجل إلى إجمالي الآجال %	إجمالي الآجال المختلفة خلال العام
1995	1.95								1.95
1996	6.8	17.26	26.2	66.5	6.4	16.25			39.4
1997			69.9	64.9	24.6	22.8	13.2	12.3	107.7
1998			105.6	58.6	30.3	16.8	44.3	24.6	180.2
1999			160	68.02	30	12.77	45	19.15	235
2000			189	70.79	29	10.86	49	18.35	267
2001			180	68.97	32	12.26	49	18.77	261
2002			180	62.28	54	18.69	55	19.03	289
2003			251	63.07	77	19.35	70	17.59	398
2004			424	66.88	108	17.03	102	16.09	634
2005			537	67.97	134	16.96	119	15.06	790
2006			714	72.05	157	15.84	120	12.11	991
2007			907.4	74.5	170.5	14	140.1	11.5	1218
إجمالي الأجل ومتوسط النسبة	8.75	0.0016	3744.1	69.2	852.8	15.8	806.6	14.9	5412.25

المصدر :- بيانات صادرة عن إدارة الدين العام في البنك المركزي للأعوام 1995- 1998 ، بيانات غير منشورة .

- البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، التقارير السنوية للأعوام (1998 – 2007) .

-النسب من عمل الباحث .

– وفي رأي الباحث من خلال الاستعراض السابق أن الجهات المستثمرة في أذون الخزانة ترغب في الاستثمار قصير الأجل حيث مثل أجل 91 يوماً المرتبة الأولى بسبب قصر الفترة، وإمكانية تحويل قيمة الشهادات من أذون الخزانة إلى نقود سائلة وبأقل خسائر ممكنة، ويأتي الأجل 182 يوماً في المرتبة الثانية، يلي ذلك الأجل 364 يوماً في المرتبة الثالثة.

(2 – 3 – 3) تحليل هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة ونسب الاكتتاب :-

تشترك أربع جهات رئيسية في الاستثمار في أذون الخزانة منذ بداية إصدارها، إذ تقسم البيانات الرسمية للبنك المركزي والصادرة من الإدارة العامة للدين العام بقطاع العمليات المصرفية المحلية الجهات المستثمرة في أذون الخزانة إلى أربع جهات أساسية مشاركة في الاستثمار في طلبات أذون الخزانة وهي (البنوك ،صناديق التقاعد، المؤسسات العامة، القطاع الخاص وأفراد الجمهور)[1]، وتشير البيانات الصادرة من البنك المركزي الإدارة العامة للدين العام أن الجهات المستثمرة في بداية الإصدارات في أذون الخزانة، كانت تنقسم إلى خمس جهات وإضافة إلى الجهات الأربع السابقة كان هناك شركات التأمين، ولكن نظراً لمحدودية مساهمة شركات التأمين في أذون الخزانة والتي اقتصرت على الإصدارات الأولى لأذون الخزانة وبنسب بسيطة، ولذلك فسيتم تجاهلها وسيتم دراسة الجهات الرئيسية الأساسية في المشاركة، وكما يتضح ذلك من الجدولين التاليين((2: 5) ،(2 : 6)) وباستقراء البيانات التي يحويها الجدولان، يتضح أن هناك أربع جهات رئيسية تستثمر في أذون الخزانة[2]، وأن نسب مشاركتها تفاوتت من عام إلى آخر، حيث يمكن الخروج بالملاحظات التالية من خلال استعراض بيانات الجدولين السابق ذكرهما :

أولاً :- هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة(المصدر والمعاد إصداره) بالقيمة الاسمية ونسب الاكتتاب :-

ـ من حيث القيم المطلقة للمصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة، وللجهات المختلفة والمستثمرة في أذون الخزانة، نلاحظ من استعراض بيانات الجدول التالي (2: 5) الخلاصة التالية:

(أ) مساهمة صناديق التقاعد في الاستثمار في أذون الخزانة :-

بدأت مشاركة صناديق التقاعد بنسبة (27.3%) من حجم الإصدارات لأذون الخزانة لعام 1995 بالقيمة الاسمية، ولكن نسبة المشاركة انخفضت في العامين (1996، 1997) وبالنسب التالية (8.6% ، 3.9%) على التوالي، وفي العام 1998 ارتفعت نسبة المشاركة لتصل إلى (32.6%)، وتواصلت بالارتفاع سنة بعد أخرى إلى أن بلغت نسبة المشاركة (44%) في العام 2002، ثم انخفضت في العامين (2003 ، 2004) لتصل إلى (42.4% ، 38.6%) على التوالي، ثم

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، تقرير بنتائج أعمال قطاع العمليات المصرفية المحلية لعام 2000، ص38.

(2) حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة البداية والنهاية -هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مرجع سابق ، ص 188 .

تذبذبت نسبة المشاركة بين الارتفاع والانخفاض وكانت تلك النسبة في العام 2007 (40.7 %)، وكان متوسط نسبة المشاركة لصناديق التقاعد خلال فترة الدراسة (39.7%) من إجمالي الاستثمار في أذون الخزانة وبمبلغ إجمالي (2277) مليار ريال، وبذلك احتلت المرتبة الأولى في تلك الاستثمارات، ومن تلك الصناديق المشاركة في الاستثمار في أذون الخزانة : هيئة التأمينات، مؤسسة التأمينات، دائرة التقاعد للقوات المسلحة والداخلية، والأمن السياسي .

(ب) مساهمة البنوك في الاستثمار في أذون الخزانة :-

بدأت مشاركة البنوك بنسبة عالية (45.2 %) في عام 1995 من إجمالي الإصدارات بالقيمة الاسمية، وارتفعت نسبة المشاركة إلى (64%) في العام 1997، ثم بدأت نسبة مشاركة البنوك بالانخفاض بداية من العام 1998، حيث كانت (47.8%) وأخذت تلك النسبة بالانخفاض، بل إنها تناقصت بشكل حاد حتى وصلت إلى (7%)من إجمالي الاستثمار في أذون الخزانة للعام2002[1]، ويعزى الانخفاض في مشاركة البنوك في الاستثمار في أذون الخزانة إلى انخفاض معدلات أسعار الفائدة على أذون الخزانة عن مستويات معدل الفائدة على الإقراض لدى البنوك التجارية من ناحية[2]، ومن ناحية أخرى وجود بدائل للاستثمار وفرص متاحة للبنوك لاستثمار السيولة الفائضة لديها، ومن تلك البدائل نظام إعادة الشراء(Repo) وشهادات الإيداع، وبالنسبة لنظام إعادة الشراء والذي بدأ تنفيذها في22\11\1999 فهي تمثل مجالاً مناسباً للبنوك للاستثمار فيها حيث منحت عمليات إعادة الشراء لأذونات الخزانة البنوك التجارية إمكانية حصولها على أعلى سعر فائدة متاح في البنك المركزي[3]، حيث يزيد العائد فيها نقطة واحدة عن العائد في أذون الخزانة[4]، وكذلك الحال بالنسبة لشهادات الإيداع والذي بدأ العمل بها اعتباراً من يناير2001، والذي يبلغ عائدها السنوي (14%) مقارنة بنسبة العائد في أذون الخزانة للعامين (2001 ،2002) والبالغ كمتوسط سنوي(13% ، 12%) على التوالي، وآجال شهادات الإيداع هي (30يوماً ،60يوماً،91يوماً)، ونظراً لتكلفة تلك الشهادات على البنك المركزي والتي فاقت التوقعات فقد اتخذ قراراً باقتصارتداول شهادات الإيداع على الجهاز المصرفي فقط[5]، وبالتالي فقد أصبحت شهادات الإيداع هي الأخرى مجالاً وبديلاً مناسباً للاستثمار إلى جانب عمليات إعادة الشراء، وهي

---

(1) حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة البداية والنهاية -هدف الإنشاءونهاية الاستخدام ،المجلة العلمية للاقتصادوالتجارة ،مرجع سابق ، ص 189.

(2) محمدأحمدالميتمي ، العجز المالي للموازنة في اليمن ودور أذون الخزانة في تغطية هذا العجز ،سوق الأوراق المالية(البورصة) في اليمن ، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار خلال الفترة (27- 28) يونيو 2001 ، ص17 .

(3) محمدمحمدمنصور الصباحي ، إقامة سوق للأوراق المالية في الجمهورية اليمنية ، الإمكانات والجدوى ، رسالة ماجستير ، مرجع سابق ، ص 163 .

(4) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2001، ص 24.

(5) نفس المرجع السابق ، ص 11 .

أداة من أدوات السياسة النقدية التي لجأ إليها البنك، وكان الهدف من شهادات الإيداع سحب فائض السيولة من السوق عبر الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية العامة والتي لم تستوعبها أذون الخزانة، ولكن نسبة مشاركة البنوك في الاستثمار في أذون الخزانة عاودت الارتفاع من جديد ابتداءً من عام 2003 وبصورة مستمرة حتى وصلت تلك النسبة في عام 2007 (45.6%)، وربما كان السبب في ذلك هو ارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة، وقد كان متوسط نسبة مشاركة البنوك السنوية في الاستثمار في أذون الخزانة (37%) خلال فترة الدراسة من إجمالي الاستثمار، وبلغ إجمالي المشاركة لنفس الفترة(2122.6) مليار ريال، واحتلت بذلك المرتبة الثانية بالنسبة للجهات المستثمرة في تلك الأذون، أما البنوك المشاركة في العطاءات فهي تشمل كافة البنوك التجارية العاملة في الجمهورية اليمنية وبنسب مختلفة حيث لم تتوفر بيانات عن نسب مشاركة كل بنك أو مؤسسة على حدة، ويستثنى من ذلك البنوك الإسلامية نظراً لشبهة التعامل بأذون الخزانة من الناحية الدينية .

<u>(ج) مساهمة المؤسسات العامة في الاستثمار في أذون الخزانة :-</u>

بدأت مشاركة المؤسسات العامة بنسبة (20%)من الإصدار الأول في عام 1995، ثم تراجعت تلك النسبة سنة بعد أخرى وانخفضت إلى (0.68%) في عام1998 ثم عاودت تلك النسبة بالارتفاع إلى(5%) في عام1999، وواصلت الارتفاع بشكل مطرد حتى وصلت إلى(23%)في عام 2002، وربما يرجع سبب ذلك إلى ارتفاع معدل الفائدة وقلة المخاطرعلى أذون الخزانة[1]، ولكن نسبة المشاركة بدأت بالتراجع بداية من عام 2003، وانخفضت إلى(9.7%)في عام2007، وكان متوسط نسبة مشاركة هذه المؤسسات خلال فترة الدراسة بحوالي(13.8%) من إجمالي الاستثمار، وبمبلغ إجمالي(792.7)مليار ريال، واحتلت بذلك المرتبة الثالثة، ومن تلك المؤسسات: شركة النفط اليمنية، الشركة اليمنية لتكرير النفط، الشركة اليمنية للإتصالات، شركة التبغ والكبريت، شركة موبايل، المؤسسة اليمنية للنفط والغاز، المؤسسة اليمنية لتسويق الأسمنت، صندوق التدريب المهني، صندوق رعاية وتأهيل المعاقين، مصنعي أسمنت عمران وباجل، هيئة البريد والتوفيرالبريدي، الخطوط الجوية اليمنية، هيئة الطيران، معهد الدراسات المصرفية، وغيرها من المؤسسات المشاركة في تلك الاستثمارات.

[1] حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة البداية والنهاية –هدف الإنشاءونهاية الاستخدام ،المجلة العلمية للاقتصادوالتجارة ،مرجع سابق ، ص 189 .

جدول رقم (2 : 5) هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة بالقيمة الاسمية (للمصدر والمعاد إصداره)خلال الفترة(1995-2007) مليار ريال.

السنوات / الجهات	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	إجمالي مشاركة الجهات	متوسط النسبة %
البنوك	0.9	20.8	73	89.7	114.9	93	41.6	21.6	92.2	241	312.6	433.6	587.7	2122.6	
النسبة %	45.2	49.6	64	47.08	45	33	15	7	21.9	36	37.3	41.3	45.6		37
صناديق التقاعد	0.54	3.6	4.4	62.1	84.77	93	116.9	132.4	178.5	259	369.4	448.8	523.5	2277	
النسبة %	27.3	8.6	3.9	32.6	33	33	42.4	44	42.4	38.6	44.08	42.75	40.7		39.7
المؤسسات العامة	0.4	5.9	10.6	1.3	13.6	33	40.9	71.1	96.3	139	126	129.1	125.5	792.7	.
النسبة	20	14.1	9.2	0.68	5	11.7	14 8	23	22.9	20.7	15.04	12.3	9.7		13.8
القطاع الخاص والأفراد والجمهور	0.15	11.6	26	37.5	42.37	63	76.4	78.9	53.8	31	30	38.3	50.8	539.82	
النسبة	7.5	27.7	22.8	19.6	17	22.3	27.7	26	12.8	4.6	3.58	3.65	3.95		9.4
الإجمالي حسب الأعوام	1.99	41.9	114	190.6	255.6	282	275.8	304	420.8	670	838	1049.8	1287.5	5732	

المصدر :- بيانات صادرة عن إدارة الدين العام في البنك المركزي للأعوام 95- 98م ،وهي بيانات غير منشورة .

- البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقارير السنوية للأعوام (1998 – 2007).

- النسب من عمل الباحث.

(د) مساهمة القطاع الخاص وأفراد الجمهور في الاستثمار في أذون الخزانة :-

أخذت نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض حيث بدأت بنسبة (7.5%)في عام1995 ووصلت تلك النسبة إلى أعلى مستوى لها في عامي(1996، 2001) وبنسبة متساوية بلغت(27.7%)، ولكنها انخفضت بنسبة كبيرة خلال الفترة(2002- 2007)، بسبب التسجيل الخاطئ لبعض المؤسسات ضمن هذا القطاع في السنوات السابقة لعام 2002، وتم تسوية ذلك الخطأ خلال عام 2003[1]، وقد انخفضت نسبة المشاركة إلى(3.58%)لعام 2005، ثم عاودت تلك النسبة لترتفع قليلاً وبنسبة(3.95%)في عام 2007، ويلاحظ أن نسبة مشاركة هذا القطاع كانت ضعيفة مقارنة ببقية الجهات المستثمرة في تلك الأذون حيث بلغ متوسط نسبة المشاركة (9.4%)خلال فترة الدراسة، وبمبلغ إجمالي (539.82) مليار ريال، وهي نسبة متدنية مقارنة ببقية الجهات المستثمرة[2]، وهذا يدل على هروب هذا القطاع من الاستثمار في أذون الخزانة، وقد يكون السبب الرئيسي هو شبهة التعامل بأذون الخزانة من الناحية الدينية.

ثانياً :-هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة بالقيمة الفعلية وحسب الموقف القائم نهاية كل عام ونسب الاكتتاب لكل جهة :-

يتضح من بيانات الجدول التالي(2 : 6) ما يلي :-

أ- نلاحظ على مستوى الموقف القائم لأذون الخزانة نهاية كل عام وبالقيمة الفعلية، والذي يعتبر التزاماً على الدولة تجاه المستثمرين دون الفوائد المترتبة على حجم إصدارات أذون الخزانة، وحسب الجهات المختلفة، والمستثمرة في تلك الأذون ما يلي:-

* احتلت صناديق التقاعد المرتبة الأولى وبنسبة متوسطة للفترة(1995-2007) بلغ(44.3%) من إجمالي الموقف القائم على الدولة وبمبلغ إجمالي(223.79) مليار ريال .

*واحتلت البنوك التجارية غير الإسلامية المرتبة الثانية حيث بلغ متوسط نسبة مشاركة البنوك خلال نفس الفترة (38.4%) من إجمالي الموقف القائم وبمبلغ إجمالي (194.03)مليار ريال .

* كما احتلت المؤسسات العامة المرتبة الثالثة، وكان متوسط نسبة مشاركتها في ذلك الموقف لنفس الفترة (9.2%) وبمبلغ إجمالي (46.43) مليار ريال.

* واحتل القطاع الخاص والأفراد المرتبة الرابعة فقد كان متوسط نسبة مشاركة ذلك القطاع خلال فترة الدراسة حوالي(8.1%) وبمبلغ إجمالي (40.78)مليار ريال من إجمالي ذلك الموقف.

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2003، ص 28.
(2) محمد الأفندي ، برنامج الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ،دراسة تقويميه لنتائج الإصلاحات النقدية ،بحوث اقتصادية عربية- 10 \ 1997، ص 121.

ب –وبالنسبة لمستوى المشاركة السنوية للجهات المستثمرة في أذون الخزانة وحسب الموقف القائم لأذون الخزانة نهاية كل عام يلاحظ من بيانات الجدول التالي(2: 6) ما يلي:-

* بدأت صناديق التقاعد بنسبة(20.13%) في عام 1995 وبمبلغ(39)مليون ريال من إجمالي ذلك الموقف، ثم تزايدت النسبة في عام 1997ولكن بمعدل نمو متناقص حيث كانت النسبة(6.45%) وبمبلغ (2.6) مليار ريال، ثم ارتفعت تلك النسبة سنوياً حتى وصلت في عام2001 إلى (60.29%)، ثم أخذت النسبة بالتذبذب بين الانخفاض والارتفاع، فقد انخفضت إلى(47.20%) في عام2004، وكانت النسبة للعامين(2005، 2006) هما(52.47% ،53.53%)على التوالي، وانخفضت قليلاً في عام 2007 وبنسبة (47.39%) من إجمالي ذلك الموقف .

* أما البنوك التجارية (دون الإسلامية) فقد بدأت بنسبة مرتفعة، فقد بدأت بنسبة(44.98%) في عام1995، ووصلت إلى (66.1%) في عام 1997 من إجمالي الموقف القائم لأذون الخزانة، ثم أخذت تلك النسبة بالتناقص خلال الفترة(1998-2002) فقد انخفضت من(50.7%) لعام 1998، إلى(6.77%) للعام 2002، ثم عاودت نسبة المشاركة بالارتفاع خلال الفترة(2003 – 2007) من(24.79%) لعام 2003، إلى (41.75%) للعام 2007.

جدول رقم (2 : 6) هيكل الجهات المستثمرة في أذون الخزانة بالقيمة الفعلية وحسب الموقف المحقق كل عام خلال الفترة(95-2007) مليار ريال.

البيان / السنوات		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	متوسط النسبة وإجمالي المشاركة
الموقف القائم لأذون الخزانة السنوية		1.95	9.1	40.2	33	22.5	3	8.8	10.8	55.1	91.5	52.8	44.7	131.6	505.05
مشاركة البنوك	النسبة %	44.98	51	66.1	50.7	44.9	19	9.44	6.77	24.79	33.92	34.03	34.37	41.75	38.4
	المبلغ	0.88	4.65	26.6	16.7	10.1	0.57	0.83	0.73	13.7	31	17.97	15.4	54.9	194.03
مشاركة صناديق التقاعد	النسبة %	20.13	11.1	6.45	35.14	33.2	53.2	60.29	60.17	54.58	47.20	52.47	53.53	47.39	44.3
	مبلغ المشاركة	0.39	1	2.6	11.6	7.5	1.6	5.3	6.5	30.1	43.2	27.7	23.9	62.4	223.79
المؤسسات العامة	النسبة %	27.28	11.1	—	0.8	5.5	13	12.69	17.06	14.77	14.21	10.5	8.39	7.39	9.2
	مبلغ المشاركة	0.53	1	—	0.3	1.2	0.39	1.12	1.84	8.1	13	5.5	3.75	9.7	46.43
قطاع خاص وأفراد	النسبة %	7.59	26.8	27.46	13.35	16.4	14.8	17.58	16	5.86	4.67	3	3.71	3.47	8.1
	مبلغ المشاركة	0.15	2.45	11	4.4	3.7	0.44	1.55	1.73	3.2	4.3	1.6	1.66	4.6	40.78
الإجمالي															505.05

المصدر: - البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، النشرات الإحصائية المالية، وهي نشرات ربع سنوية للأعوام 1996- 2003 أعداد متفرقة.
- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، وهي نشرات شهرية للأعوام (2006-2007) أعداد متفرقة.
- النسب من عمل الباحث.

* وبالنسبة للمؤسسات العامة فقد كان نسبة مشاركتها في الموقف القائم للعام 1995 (27.28%) ثم ارتفعت تلك النسبة ولكنها بنسبة متناقصة بلغت (11.1%)للعام 1996، وفي العام1997 كان الموقف صفراً دليل تسديد الدولة في ذلك العام للالتزامات القائمة من موقف أذون الخزانة لتلك المؤسسات، ثم ارتفع قليلاً وبنسبة(0.8%) للعام 1998، وأخذت النسبة بالارتفاع ووصلت في العام2000 إلى(13%) من إجمالي ذلك الموقف، ثم أخذت نسبة المشاركة بالارتفاع والانخفاض حيث وصل في عام2002 إلى(17.06%)، ولكن تلك النسبة أخذت بالانخفاض حتى وصلت في العام2007 إلى(7.39%)من إجمالي ذلك الموقف، والذي يمثل ديناً قائماً على الحكومة للمؤسسات العامة.

* أما القطاع الخاص والأفراد والذي يعتبر الجهة المستهدفة لسحب فائض السيولة الزائدة لديها يلاحظ أن الموقف القائم لهذه الشريحة بدأت بنسبة(7.59%) في عام1995، وارتفعت تلك النسبة إلى (27.46 %) في العام 1997، وانخفضت إلى (13.35%) في العام 1998، ثم أخذت النسبة بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض حيث وصلت إلى (17.58 %) في العام 2001، ثم أخذت بالانخفاض ووصلت إلى (3%) في العام 2005، وارتفعت قليلاً إلى (3.47%) من نسبة الموقف القائم على الحكومة لعام 2007 .

ـ وفي رأي الباحث من خلال الاستعراض السابق للجهات المشاركة في الاستثمار بإصدارات أذون الخزانة ارتفاع نسب المشاركة لكافة الجهات المستثمرة في أذون الخزانة، وهذا يدل على ارتفاع حجم الفوائض المالية خصوصاً تلك التي يستحوذ عليها صناديق التقاعد، والبنوك، وبعض المؤسسات والهيئات، كما يتضح مما سبق العجز الواضح في قدرة تلك الجهات على توظيف رؤوس أموالها في استثمارات حقيقية بعيداً عن استثمارها في أذون الخزانة، وقد يعود السبب إلى عدم وجود بيئة استثمارية ملائمة؛ وبالتالي خلق فرص استثمارية حقيقية، خاصة وأن اليمن بلد بحاجة إلى حشد الموارد وتوظيفها في استثمارات تتجه إلى القطاع الحقيقي، وخلق فرص العمل للبطالة الزائدة في سوق العمل.

(2 – 3 – 4)– تحليل حجم ونسب الفائدة على أذون الخزانة والتي تتحملها الخزينة العامة للدولة:-

كانت فوائد الإيداع لدى البنوك خلال الفترة (1990-1994) بنسب تتراوح بين (10 - 15 %)، والفوائد على القروض والسلفيات (17%) على الرغم من أن التضخم قد وصل إلى أكثر من (70%)في عام 1994، وبالتالي كانت تحقق أسعار الفائدة رقماً سالباً، وذلك عند مقارنتها بمستويات التضخم، الأمر الذي أدى بالمدخرين إلى الهروب من حيازة الريال إلى العملات الأجنبية واكتناز الذهب، والمضاربة بالأراضي والعقارات، وعليه وتمهيداً لإصدار أذون الخزانة أصدر محافظ البنك المركزي القرار رقم(26) بتاريخ 3-7-1995 السابق ذكره، والذي بموجبه تم رفع أسعار الفائدة على الودائع، وتم تحرير أسعار الفائدة على السلفيات، وبالنسبة لأسعار الفائدة على أذون الخزانة فهي أسعار تشجيعية تحكمية أكثر منها أسعار اقتصادية تعكس حالة الطلب على هذه الأذون[1]، ويتم التنافس من قبل المستثمرين المتنافسين على الطلبات بحيث لا يتم تجاوز أسعار الفائدة المحددة والتحكمية، حيث يتم شراء أذون الخزانة بالخصم من القيمة الاسمية من قبل المتنافسين وذلك بتحديدهم للسعر الفعلي(سعرالشراء)، ويتم احتساب معدل الفائدة كما يلي :-

معدل الفائدة[2]=(القيمة الاسمية – القيمة الفعلية \ القيمة الفعلية) * (365 \ مدة الأجل) *100

وهكذا يتم قبول الطلبات التنافسية للأذون والتي تحمل أكبر مبلغ بالقيمة الفعلية من المتنافسين، والذي يقارب القيمة الاسمية للأذن، وكلما كان الفرق بين القيمة الاسمية والفعلية صغيراً، انخفض العائد على الأذون، وبالتالي انخفضت نسبة الفائدة، وهكذا يتم قبول العطاءات التي تحمل القيمة الفعلية الأكبر فالأقل حتى انتهاء المبلغ المخصص للمزاد، ومع هذا فإن سعر الفائدة يتم الاتفاق عليه من قبل اللجنة العليا للسندات وتكون محددة بأعلى عائد وأقل عائد وبحسب المؤشرات الاقتصادية والتي تراها لجنة السندات أنها عامل استقرار للوضع الاقتصادي، وتكون سعر الفائدة مسجلاً آلياً في جهاز الكمبيوتر[3]، ولا يمكن تجاوزه من قبل المتنافسين، بحيث ترتفع تلك النسبة عن نسبة الفائدة التأشيرية بنقطة أو نقطتين مئويتين[4] تشجيعاً للبنوك للاستثمار في أذون الخزانة، وبالنسبة للفائدة على العطاءات غير التنافسية، فيتم تحديد عائدها بمتوسط عائد العطاءات التنافسية

---

(1) نبيل محمدالطيري ، سوق الأوراق المالية في اليمن ، الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة ،رسالة ماجستير ، جامعة صنعاء ،2004، ص75 .

(2) حسن ثابت فرحان ، أذون الخزانة العامة كحلقة من حلقات برنامج الإصلاح الاقتصادي ، مجلة الدراسات الاجتماعية ، العدد(8) ، يوليو – ديسمبر 1999، ص112.

(3) مقابلة مع الاخوة في البنك المركزي اليمني والمسئولين عن تنفيذ برنامج حجم الإصدارات من أذون الخزانة .

(4) أحمد السماوي"تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ،ص 22 .

للآجال الثلاثة[1]، وبالنظر إلى الجدول التالي (2: 7) يتضح أن سعر الفائدة كان مرتفعاً، حيث كان السعر في ديسمبر1995(23.09%)[2]، وبلغ اجمالي العائد ما يقارب (40) مليون ريال، وكان ذلك الوضع مطلوباً حتى تتحقق أسعار فائدة موجبة، وبالتالي تشجيع المستثمرين بالدخول في عملية الشراء للأذون لكي تتمكن الدولة من سحب فائض السيولة النقدية، والتي كان متخماً بها السوق اليمني خلال الفترة(1990 - 1994) قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي، وانخفض سعر الفائدة في يناير وفبراير من العام 1996 إلى (22.61 ، 22.18 %) على التوالي، وقد كانت النتائج في بداية الإصدارات مشجعة .

وبموجب قرار محافظ البنك المركزي رقم (3)في16-3-1996، تم رفع أسعار الفائدة على كافة أنواع الودائع بخمس نقاط مئوية.

وصدر قرار محافظ البنك رقم(1)لعام 1996 بشأن سعر الخصم على أذون الخزانة ابتداءً من الإصدار الرابع في7-3-1996، محدداً بأعلى نسبة عائد على العطاءات الناجحة في آخر مزاد لأذون الخزانة لأجل (91يوماً) زائد نقطتين مئويتين، وبشكل موحد على كافة الآجال حيث يتم احتساب معدل الخصم كما يلي :-

معدل الخصم=(القيمة الاسمية لعدد الأذون المخصومة*(أعلى عائد للأجل 91يوماً +2% \100 * الفترة المتبقية من تاريخ الشهادة \365)[3] .

وبعد قرارمحافظ البنك رقم(3) لعام1996 بشأن رفع أسعار الفائدة، كان متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة لأجل91 يوماً في عام 1996 بنسبة (25.8%)، وكانت تلك النسبة لأجل182 يوماً (26.7%)، وبلغ إجمالي العائد للعام 1996(2.5) مليار ريال .

ثم عادت أسعار الفائدة بالانخفاض في بداية عام 1997 وكانت النسب كما يلي :

- بلغ متوسط سعر الفائدة خلال عام 1997 للآجال(91 يوماً ، 182 يوماً ،364 يوماً) بالنسب التالية(16.1% ، 16.2% ، 16.6%) على التوالي، حيث بلغ إجمالي العائد خلال العام 1997 حوالي (6.5) مليار ريال، وفي العام 1998 انخفض متوسط نسب أسعار الفائدة للآجال (91 يوماً، 182 يوماً، 364 يوماً) ليصل إلى(11.5% ، 11.65% ، 11.7%)على التوالي، وكان إجمالي العائد لذلك العام (10.4)مليار ريال، أما في عام 1999 فقد عاودت أسعار الفائدة بالارتفاع لتصل في المتوسط ما يعادل(20.5%) كمعدل سنوي لجميع الآجال، وبلغ إجمالي العائد

(1) لطف محمد السرحي – البنك المركزي اليمني ، ندوة إصلاح القطاع المصرفي في اليمن واقع النظم المصرفي ما بين(90- 94).
(2) النك المركزي اليمني – قطاع العمليات المصرفية المحلية ، التقرير السنوي لعام 2006، ص 44 .
(3) البنك المركزي اليمني ، القواعد والإجراءات الإدارية والتنظيمية والمحاسبية المتبعة في إصدار سندات أذون الخزانة ص15 .

لذلك العام(20.4)مليار ريال، وفي العام 2000 انخفضت أسعار الفائدة تدريجياً لتصل في المتوسط خلال العام للآجال(91 يوماً، 182 يوماً ،364 يوماً) إلى(14.2% ، 13.8% ، 13.3%) على التوالي، وكان إجمالي العائد لذلك العام (15.2) مليار ريال، ويلاحظ من الجدول(2 : 7) استمرار انخفاض أسعار الفائدة في العام2001، وقد كان إجمالي العائد لذلك العام (14.2)مليار ريال، ثم انخفض متوسط أسعار الفائدة في العام 2002 ليصل في المتوسط للآجال(91 يوماً ، 182 يوماً ،364 يوماً) إلى(11.6% ،12.2% ،11.6%) على التوالي وكان إجمالي العائد للعام2002 (14.7) مليار ريال .

جدول رقم (2 : 7) نسب وحجم الفائدة المترتبة على أذون الخزانة خلال الفترة (1995 – 2007) بالمليار ريال .

الأعوام	المتوسط المرجح للعائد لأجل شهر %	المتوسط المرجح للعائد لأجل 91 يوماً %	المتوسط المرجح للعائد لأجل 182 يوماً %	المتوسط المرجح للعائد لأجل سنة %	القيمة الاسمية	القيمة الفعلية	العائد
1995	23.09				1.99	1.95	0.04
1996	22.4	25.8	26.7		41.9	39.4	2.5
1997		16.1	16.2	16.6	114.2	107.7	6.5
1998		11.5	11.65	11.7	190.6	180.2	10.4
1999		20.57	20.5	20.4	255.6	235.2	20.4
2000		14.2	13.8	13.3	282.5	267.3	15.2
2001		13.2	13.1	12.3	275.8	261.6	14.2
2002		11.6	12.2	11.6	304	289.3	14.7
2003		12.9	13.1	13.1	420.9	398.4	22.5
2004		13.8	13.8	13.8	669.8	633.8	36
2005		14.9	14.9	14.9	838	790.3	47.7
2006		15.7	15.7	15.7	1050	991	59
2007		15.9	15.9	15.9	1287.5	1218	69.5
الاجمالي					5732.79	5414.15	318.64

المصدر:- - البنك المركزي اليمني ، النشرات الإحصائية الفصلية للأعوام (95 – 2002) ، أعداد متفرقة .

- البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقارير السنوية للأعوام(1998 -2007).

- بيانات صادرة عن إدارة الدين العام في البنك المركزي للأعوام 95- 98م ، بيانات غير منشورة . - حسابات الباحث.

ثم عاودت أسعار الفائدة بالارتفاع من جديد بداية من العام 2003 وحتى العام2007، وكان الارتفاع بنسب بسيطة حيث يلاحظ من بيانات الجدول (2 : 7) أن أسعارالفائدة السنوية كانت على النحو التالي (13.1 % ، 13.8 % ، 14.9 % ، 15.7 % ، 15.9 %)

للأعوام (2003 ، 2004 ، 2005 ، 2006 ، 2007) على التوالي، ولكن ومع تنامي حجم اصدارات أذون الخزانة ارتفع معه حجم العائد حيث ارتفع من (22.5) مليار ريال في عام 2003، إلى(69.5) مليار ريال في العام 2007.

ويتضح من بيانات الجدول السابق (2 : 7) أن إجمالي العائد المترتب على استثمارات أذون الخزانة منذ بداية الإصدارات لأذون الخزانة وحتى نهاية عام 2007، والذي تتحمله الخزينة العامة للدولة وصل إلى ما يقارب (319)مليار ريال .

- وفي رأي الباحث فإن أذون الخزانة كانت عامل جذب لاستثمار الأموال العاطلة عن العمل، وكان ذلك بسبب ارتفاع مستويات أسعار الفائدة على أذون الخزانة، وقلة مخاطرها، وإعفائها من الضرائب، وعائدها المضمون، ومن تلك الأموال العاطلة تلك التي بحوزة البنوك وصناديق التقاعد والمؤسسات، والتي وجدت مجالاً للاستثمار المضمون، ومزاحمة الحكومة للقطاع الخاص على الموارد الادخارية الواجب توفرها لإنعاش الاستثمار الحقيقي، بسبب عدم توفر فرص للاستثمار أمام ذلك القطاع، أو بمعنى أصح مناخ ملائم للاستثمار، وكان ذلك على حساب المشاريع الاستثمارية، والتنموية الحقيقية، والتي تؤدي بدورها إلى انعاش الاقتصاد وخلق فرص العمل.

الفصل الثالث

أذون الخزانة ودورها في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في اليمن خلال الفترة(1995-2007).

المبحث الأول:- عجز الموازنة العامة ودور أذون الخزانة في تمويل ذلك العجز.

المبحث الثاني:- العرض النقدي ودور أذون الخزانة في امتصاص السيولة الزائدة في السوق كوسيلة نقدية.

المبحث الثالث :- التضخم ودور أذون الخزانة في كبح جماح التضخم .

المبحث الرابع:- سعر الصرف ودور أذون الخزانة في استقرار سعر صرف الريال اليمني.

الفصل الثالث

أذون الخزانة ودورها في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995 -2007)

تمهيد :-

بدأ التفكير في استخدام السندات الحكومية في أوائل الثمانينات من القرن الماضي عندما بدأت تظهر ملامح العجز في الموازنة العامة، ولكن الفكرة لم تكن واضحة في ذلك الوقت حيث كانت الحكومة تلجأ إلى ما يطلق عليه التمويل بالعجز(Deficit Financing)، وهكذا كان الحال في اليمن حيث تم الاعتماد شبه الكامل لتمويل العجز عن طريق الاقتراض من البنك المركزي اليمني بالإصدار النقدي الجديد، وتفاقم الحال سنة بعد أخرى نتيجة ذلك التمويل التضخمي وتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل متسارع، وخصوصاً خلال الفترة(1990-1994) نتيجة اندماج مؤسسات دولة الوحدة، وآثار حرب الخليج الثانية، وعودة المغتربين اليمنيين من دول الخليج وتوقف المساعدات، وكانت محصلة هذه الأحداث ما يلي :-

- قدر عجز الموازنة ما بين(5.5- 20.3 %) من الناتج المحلي الإجمالي وكان يتم التمويل شبه الكامل بالإصدار النقدي الجديد من البنك المركزي اليمني .

- وصل معدل التضخم إلى (70 %) في عام 1994، ووصل في نهاية العام نفسه إلى(104%) .

- وصل التوسع في العرض النقدي (35 %) .

- بلغ سعر الصرف في نهاية 1994 (101) ريالاً لكل دولار واحد.

يتضح مما سبق أن السوق كان متخماً بالسيولة، نتيجة للتمويل التضخمي لعجز الموازنة خلال الفترة(1990-1994)، لذلك جاءت سياسة أذون الخزانة على اساس استخدام موارد حقيقية لتمويل ذلك العجز، وتقليص التمويل النقدي، وسحب فائض السيولة النقدية الزائدة في السوق.

وعليه سوف يتم في هذا الفصل التعرف على الدور الذي لعبته أذون الخزانة في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في اليمن خلال الفترة(1995-2007) من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول

(3 – 1) عجـز الموازنــة العامــة ودور أذون الخزانــة فـي تمويـل ذلـك العجـز فـي الجمهورية اليمنية :-

قبل الدخول في معرفة دور أذون الخزانة في تمويل عجز الموازنة العامة ونظراً للأهمية الكبيرة التي يحظى بها موضوع عجز الموازنة سواء للبلدان المتقدمة أو النامية، إلا أن أهميته بالنسبة للبلدان النامية تكون أكبر نظراً لما تتعرض له موازنة تلك البلدان من العجز المستمر في موازناتها العامة لذلك سوف نقوم وبشكل مختصر في التعرف على مفهوم عجز الموازنة، ومصادرتمويل ذلك العجز، وبطبيعة الحال لا يمكن فصل مشكلة عجز الموازنة عن المشاكل الاقتصادية التي برزت مؤخراً مثل الاختلالات الهيكلية والمديونية العامة والعجز في ميزان المدفوعات، بل ويذهب بعضهم إلى القول بأن العجز المالي هو سبب رئيسي للعديد من هذه المشاكل، ونظراً للغموض الذي يحيط بهذا المفهوم، فمن الطبيعي أن يتم أولاً التعرف على مفهوم العجز المالي بالإشارة إلى أهم المفاهيم المستخدمة لتعريف العجز المالي، وكذلك التعرف على الطرق المستخدمة لتمويل العجز المالي[1]، ومن ثم التعرف على دور أذون الخزانة في تمويل العجز المتفاقم خلال الفترة محل الدراسة.

(3 : 1 : 1) عجز الموازنة العامة وطرق تمويله :-

تثير الأزمات التي تعاني منها دول العالم على اختلاف توجهاتها مجموعة من التساؤلات التي تعكس حقيقة الصعوبات التي تعترض سبل حلها، ولعل المشكلات المالية التي تواجهها الدول تتميز بتطورها الذي يصيب كافة المجالات الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، ولذلك سوف نركز في هذا المطلب على قضية جوهرية هي عجز الموازنة العامة، وذلك بالتعرض وبشكل مختصرعن ما هية عجز الموازنة العامة وطرق تمويل ذلك العجز .

[1] عبدالرزاق الفارس ، الحكومة والفقراء والإنفاق العام ،دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية، مركز دراسة الوحدة العربية، بيروت 2001، ص118-121.

أولاً:- مفهوم العجز المالي :-

هناك تعريفات متباينة لعجز الموازنة العامة تستخدم في مجالات أو لأغراض متعددة، ومن الواضح أن العجز هو مفهوم مقابل لتوازن الميزانية، ويمكن الإشارة هنا إلى أهم المفاهيم المستخدمة لتعريف العجز المالي، وسوف نستعرض التعريفات الخاصة بكل مفهوم والدخول في مشاكل القياس والمحاذير المحاطة بتلك المفاهيم :-

المفهوم الأول :-العجز الشامل ، وهو التعريف التقليدي أو الشائع للعجز المالي، حيث يقيس العجز هنا الفرق بين إجمالي النفقات الحكومية متضمنة مدفوعات الفوائد، وغير مشتملة على مدفوعات اهتلاك الديون الحكومية، وبين الإيرادات الحكومية متضمنة الإيرادات الضريبية وغير الضريبية، ولكن غير مشتملة على الدخل من الاقتراض، وبهذا الاعتبار فإن العجز المالي يعكس الفجوة التي ينبغي تغطيتها بالاقتراض الحكومي بما فيها الاقتراض المباشرمن البنك المركزي .

المفهوم الثاني :- الدين العام ، أحد المفاهيم المستخدمة على نطاق واسع لعجزالموازنة هو ما يطلق عليه مفهوم الدين العام للعجز، وهذا المفهوم يقارب بشكل واضح المعنى القاموسي للإنفاق السالب، أي إنفاق الإيرادات التي تم جمعها من خلال الاقتراض، ويعرف هذا المقياس للعجز بأنه الفرق بين مجموع : 1- الإنفاق الجاري. 2- صافي امتلاك الأصول الرأسمالية المادية.

3- صافي امتلاك الأصول المالية من جهة، والإيرادات الضريبية وغير الضريبية من جهة أخرى، ويقيس العجز في هذه الحالة صافي اقتراض الحكومة معدلاً بالتغيرات في الحيازة من النقود، وتكون الموازنة متوازنة وفقاً لهذا المفهوم إذا كان صافي الاقتراض يساوي صفراً، ومن المهم معرفة مدى الزيادة في الدين العام للحكومة وذلك لتأثيره في خدمة الدين في المستقبل، وفي الدول التي تقوم فيها الحكومات بأنشطة صناعية وتجارية، مثلما عليه الحال في أغلب الدول النامية فإنه من الضروري الأخذ في الاعتبارالأصول المادية المنتجة من أجل الحصول على صورة متعادلة عن التغير في الوضع المالي للحكومة[1] .

المفهوم الثالث :- العجز الجارى (Current Deficit) :- وهذا المفهوم يقيس الفرق بين المصروفات الجارية والإيرادات الجارية، وهو بهذا الاعتبارلا يعطي وزناً للمصروفات الرأسمالية مثل بيع الأصول[2].

(1) Chelliah, "Significance of Alternativ Concepts of Budget Deficit," pp 743 -745 .
(2) عبدالرزاق الفارس ، الحكومة والفقراء والإنفاق العام ، دراسة لظاهرةعجز الموازنة ، مرجع سابق ، ص121 .

ثانياً : تمويل عجز الموازنة :-

هناك طرق عدة لتمويل العجز المالي، ويمكن تقسيمها بشكل عام إلى مصدرين هما : مصادر التمويل الخارجي، ومصادر التمويل المحلي[1]، ويمكن التفريق بينهما كما يلي :-

أ- التمويل الخارجي :- ويمكن أن يأخذ هذا التمويل للعجز أحد الأشكال التالية :- المنح، والقروض الميسرة، والاقتراض التجاري .

والمنح :- يمكن أن تكون إما على شكل نقدي بأن تقوم الدولة المانحة بتوفيرحجم معين من النقد لدولة أخرى تعاني من العجز، ويمكن أن يأخذ شكل مساعدة سلعية كمواد غذائية أو مواد سلعية أخرى بحيث تباع تلك السلع محلياً واستخدام المبالغ المتحصل عليها لتمويل العجز، ويمكن أن تكون المنح مخصصة لتمويل مشروعات تنموية .

أما القروض الميسرة:- فتتميز بكونها تمنح بمعدلات فائدة أقل من تلك السائدة في السوق ولها فترة سماح طويلة نسبياً، وفترة السداد طويلة أيضاً، وتمنح هذه القروض من دول أو مؤسسات دولية وغالباً تكون مرتبطة بمشروعات محددة.

والقروض التجارية : تأتي من البنوك التجارية الأجنبية، وهذه القروض تستغرق فترة قصيرة أو طويلة من الزمن، وقد تكون مخصصة لأغراض محددة أو عامة كما هو الحال في المكسيك والبرازيل والأرجنتين وفنزويلا[2].

ب :- التمويل المحلي :- إذا لم يكن للدولة التي تعاني من عجز مالي في موازناتها منفذ للتمويل الخارجي لذلك العجز، فإن العجز المالي (وهو الفرق بين الإيرادات العامة والمصروفات العامة)، يمكن تمويله إذا كانت هناك قدرة على تمويل العجز محلياً، والتمويل المحلي يأتي بأشكال مختلفة وهي : 1- الاقتراض من المصرف المركزي. 2 – الاقتراض من البنوك التجارية .

3- الاقتراض من القطاع الخاص خارج نطاق البنوك .

والطريقة الأولى من التمويل وهي الاقتراض من البنك المركزي أو خلق النقود تختلف عن الثانية والثالثة في أنها لا تؤدي إلى أي زيادة في حجم الديون، ولذا فهي تشبه الضرائب من حيث الآثار،

---

(1) عبدالرزاق الفارس ، الحكومة والفقراء والإنفاق العام ، دراسة لظاهرةعجز الموازنة ، مرجع سابق ، ص132 .

(2) Vito Tanzi, " Is There a Limit to the Size of Fiscal Deficit in Developing Countries ?" paper presented at:Bernard P. Herber , ed. ,Public Finance and Public Debt: Proceedings of the 40th Congress of the International Institute of Public Finance , Innsbruck, 1984, pp. 140 – 141 .

وبالمقابل فإن الطريقة الثانية والثالثة سيترتب على الدين الواقع على الحكومة في التمويل للعجز بهذه الطرق تحمل مدفوعات الفوائد[1]، حيث أن الإفراط في الاقتراض المحلي مثل (أذون الخزانة) يرتبط بارتفاع أسعار الفائدة[2].

(3 : 1 : 2) دور أذون الخزانة في تمويل العجز المتفاقم في الموازنة العامة للجمهورية اليمنية :-

واجهت الدول النامية في سعيها لتطبيق خطط الإعمار والتنمية عجزاً مستمراً في الموازنة العامة ولم تصبح المشكلة المالية محصورة في ذلك العجز، بل إن ذلك قد سبب لتلك الدول مشاكل المديونية الهائلة وأعباء خدمة تلك المديونية بالإضافة إلى تفاقم الجدل حول المسلك المقترح للخروج من تلك المشكلة، بل حتى للتخفيف من حدتها[3]، وتلجأ الدول النامية(وخاصة الغنية منها) إلى الاقتراض الداخلي عوضاً عن طلب القروض من الأسواق العالمية، وفي سبيل ذلك تصدر تلك الدول سندات الخزينة لتمويل العجز في الموازنة العامة، ولذلك تعتبر أذون الخزينة وسيلة من الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي ضمن سياسته النقدية الهادفة إلى علاج العجز السنوي المؤقت في الموازنة العامة، ولكن لا بد من التنبه إلى بعض الآثار السلبية التي تترتب على إصدار هذه الأذون كزيادة الدين العام الداخلي عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة بصورة كبيرة[4]، ومهما يكن من أمر فإن هذا الإجراء لا يعدو كونه إجراءً مؤقتاً لتمويل العجز في الموازنة، وهو يمثل استثمارات مصطنعة وغير حقيقية وتحتاج إلى مزيد من البحث والدراسة .

وبالنسبة للحالة اليمنية فقد اتضح لنا في الفصل الأول المبحث الأول أن الموازنة العامة في الجمهورية اليمنية ظلت تعاني من عجز دائم طيلة السنوات السابقة لعملية الإصلاح الاقتصادي، وخصوصا خلال الفترة (1990- 1994) حيث كانت تعجز الإيرادات العامة عن تغطية النفقات المطلوبة، وهنا تصبح الاستدانة أمراً محتماً[5] .

(1) عبدالرزاق الفارس ، الحكومة والفقراء والإنفاق العام ، دراسة لظاهرةعجز الموازنة ، مرجع سبق ذكره ، ص134 .

(2) نبيل الطيري ، تقييم سياسة أذون الخزانة واثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية للفترة(1995-2006) ،وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجمهورية اليمنية، صنعاء2007، ص 19.

(3) طلبة السيد زين الدين ،"أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة " ،المجلة العالمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس ،العدد(2)1992.

(4) وجيه أحمدالوجيه ، "الموازنة العامة في النظام المالي الإسلامي " ، اطروحة ماجستير ،جامعة اليرموك 1996 .

(5) محمد الميتمي، العجز المالي للموازنة في اليمن ودور أذون الخزانة في تغطية هذا العجز، سوق الأوراق المالية(البورصة) في اليمن، مرجع سابق، ص 157.

وهناك أسباب متنوعة للاستدانة بدءاً من الرغبة في حفز الانفاق الاستثماري وانتهاء بسياسة الاستقرار الاقتصادي، وهنا وفي الحالة اليمنية تنتهج الدولة لتمويل العجز عن طريق الاقتراض بشقيه المحلي والخارجي بدلاً عن فرض مزيد من الضرائب، وخلال الفترة (1990 – 1994) كان معظم التمويل للعجز عن طريق التمويل المحلي من خلال الإصدار النقدي، حيث بلغت مساهمة هذا المصدر في المتوسط خلال تلك الفترة نحو(99.5%) من إجمالي التمويل المحلي، وهو ما كان يقود إلى ارتفاع العرض النقدي بكميات تفوق قيمة السلع والخدمات المتداولة، وهذا الإصدار المفرط للنقود ساعد في تغذية الاتجاهات التضخمية[1] في الاقتصاد اليمني، واهتزت بفعله قيمة العملة المحلية، وهو ما دفع الجمهور للتخلص من الريال ومبادلته بالدولار .

لذلك جاء برنامج الإصلاح الاقتصادي ليضع حداً للتمويل التضخمي للعجز وكبح جماح التضخم، ومن هنا يجب الاتجاه إلى السبب الرئيسي للتضخم، وهو التمويل النقدي لعجز الموازنة العامة خلال تلك الفترة، فهذه هي الثغرة التي تتدفق منها موجات التضخم[2].

وفي سبيل ذلك لجأت السياسة المالية إلى اتخاذ إجراءات متعددة في مجال زيادة الإيرادات العامة وخفض نسبة الدعم في جانب النفقات العامة من ناحية، وفي مجال مكونات الدين العام المحلي من ناحية أخرى، ومنها اللجوء إلى إصدار أذون الخزانة كمصدر من مصادر التمويل المحلي، وبديلاً مناسباً للتمويل بالعجز[3].

وسوف يتم استخدام حجم الإصدارات من أذون الخزانة بشكلين مختلفين ودراسة دورهما في تمويل عجز الموازنة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995- 2007) وهما :-

1 - حجم الموقف القائم لأذون الخزانة بالقيمة الاسمية والفعلية بحسب التغير في الرصيد .

2 - حجم المصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة، ومع افتراض أن كامل المبلغ في كلا الشكلين السابق ذكرهما يوجه في تمويل العجز .

---

(1) محمد صلاح الدين ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية 1997 مدخل مقترح للمراجعة الحكومية لبرنامج أذون الخزانة، المجلد(9) ، العدد الأول والثاني ص215.

(2) سيد البواب، (عجز الموازنة العامة بين النظرية والعلاج، وعرض للتجربة المصرية ودور صندوق النقد الدولي فيها)، محاضرات عن الأعوام 96\95 " غير منشورة ".

(3) عاتق سالم جابر الأحول ، السياسة المالية ، فاعليتها وآثارها النقدية في الاقتصاد اليمني للمدة(1990-2002) ،أطروحة دكتوراه ، بغداد، الجامعة المستنصرية ، 2005 ، ص 166 .

أولاً :- حجم الموقف القائم لأذون الخزانة بالقيمة الاسمية والفعلية وبحسب التغير في الرصيد ودورها في تمويل عجز الموازنة :-

بلغ إجمالي موقف أذون الخزانة لشهر ديسمبر1995 بالقيمة الاسمية (1987) مليون ريال، وفي هذا السياق سوف يتم استخدام الموقف (بحسب التغير في الرصيد) وحتى لو لم يذكر اسم التغير في الرصيد خلال هذه الفقرة، فإن المقصود هو التغير في الرصيد القائم لأذون الخزانة، ويتضح من خلال استعراض بيانات الجدول التالي (3 : 1) ما يلي:

ـ شكل حجم الموقف القائم من أذون الخزانة في عام 1995 ما يعادل(6.6%) من حجم العجز الكلي المحقق لذلك العام والبالغ (30228) مليون ريال، ويتضح أن مساهمة أذون الخزانة في هذا العام كانت متواضعة لأنها بدأت كتجربة وتم الاعتماد بصورة أساسية على التمويل المحلي عن طريق الاقتراض من البنك المركزي وبإصدار نقدي جديد[1].

ـ أما في العام1996 فقد ارتفع حجم الموقف القائم لأذون الخزانة حيث بلغ (9997) مليون ريال، بينما كان العجز (16699) مليون ريال، وتم الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي لتمويل ذلك العجز وبنسبة(96.8%) من إجمالي العجز الكلي، ومشاركة التمويل المحلي بنسبة(3.2%) وهو ما يعادل تقريباً (530) مليون ريال فقط، ويتضح أن حجم موقف أذون الخزانة لعام 1996 لم تستخدم بالكامل لتمويل العجز لذلك العام، بسبب الاعتماد على التمويل الخارجي .

ـ وفي العام 1997 ارتفع حجم الموقف القائم لإصدارات أذون الخزانة بالقيمة الاسمية إلى (42971) مليون ريال، وكان حجم العجز الكلي في الموازنة (20180) مليون ريال، وتم الاعتماد على مصادر تمويل خارجية وبنسبة(61.3%) من إجمالي ذلك العجز، بينما مثل حجم الموقف القائم لأذون الخزانة ما يعادل (213%) من إجمالي العجز الكلي، ويتضح أنه تم الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل الخارجي، مع أن حجم موقف أذون الخزانة في عام 1997يفوق حجم العجز السنوي لذلك العام، وما تم استخدامه من التمويل المحلي بحوالي(38.7%) فقط .

ـ وتكررت نفس الحالة السابقة في الأعوام (2002 ، 2004 ، 2005) حيث كان حجم إصدارات أذون الخزانة وحسب الموقف القائم وبالقيمة الاسمية نهاية كل عام تفوق حجم العجز السنوي المحقق في الموازنة لنفس الأعوام، ويتضح من خلال فحص بيانات الجدول (3 : 1) أن نسبة موقف أذون الخزانة بالقيمة الاسمية إلى حجم العجز الكلي للأعوام (2002 ،2004 ، 2005)

(1) البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، يناير –مارس2003 ، ص41 .

كانت تأخذ النسب التالية (124، 179 ، 101) على التوالي، وكانت نسبة التمويل من مصادر محلية كما يلي (138.1 ، 93.4 ، 65)، وبالنسبة للتمويل الخارجي فيتضح أنه لم يكن هناك مشاركة لتمويل العجز من مصادرخارجية في العام 2002، وتم التمويل بالكامل من مصادر محلية لذلك العام، وكانت نسبة مشاركة التمويل الخارجي في العامين(2004 ، 2005) تأخذ النسب (6.6% ،35%) من إجمالي العجز الكلي على التوالي .

- وفي الأعوام (1998، 2003، 2007) كان الموقف القائم لأذون الخزانة بنسبة أقل من حجم العجز المحقق في تلك الأعوام حيث شكل موقف أذون الخزانة القائم إلى إجمالي عجز الموازنة النسب التالية (45.9 ، 66، 40) على التوالي، بينما تم التمويل المحلي بالنسب التالية (71.7 ، 98.2 ، 86.7) ونتيجة لذلك لم يكن حجم موقف أذون الخزانة كافياً لتمويل ذلك العجز، وكان هناك تمويل خارجي وبالنسب التالية (28.2 ، 1.8 ، 13.3) من إجمالي العجز، ونتيجة لقصور التمويل الخارجي في تغطية العجز، وكذلك صعوبة وجود تمويل محلي غير مصرفي لمواجهة عجز الموازنة[1]، مما جعل الحكومة اليمنية تلجأ إلى الاقتراض المباشر من البنك المركزي لتمويل باقي العجز في الموازنة[2]، وبالتالي لم تكن تلك الإصدارات من أذون الخزانة مدروسة مسبقاً بالنسبة لدورها في تمويل العجز خلال تلك الأعوام .

- وأما في الأعوام (1999، 2000 ، 2006، 2001) حيث يتضح من بيانات الجدول (3 : 1) أنه تم تحقيق فائض في الموازنة خلال تلك الأعوام، ومع ذلك تم الاستمرارفي إصدار أذون الخزانة في الأعوام (1999 ، 2000 ، 2006)، أما في العام 2001 تم الإكتفاء بإعادة إصدار ما تم إصداره من أذون الخزانة التي تم استحقاقها في ذلك العام، ويتضح أن استخدام إصدارات أذون الخزانة في الأعوام السابقة والتي تم تحقيق فائض في موازناتها لم يكن لها دور في تمويل العجز.

يتضح من استعراض الفقرات السابقة لحجم الموقف القائم لأذون الخزانة وبحسب التغير في الرصيد والذي يمثل ديناً عاماً محلياً على الحكومة يجب الوفاء به تجاه الغير، أن ذلك الموقف لا يمثل حجم الإصدار السنوي من أذون الخزانة في كل عام، ولهذا سوف يتم في الفقرة التالية استعراض حجم الإصدار من أذون الخزانة في كل عام ودوره في تمويل العجز المحقق في الموازنة العامة خلال فترة الدراسة.

(1) IMF, Statement by MR . Shaalan on Republic of Yemen Executive Board Meeting .March 1999, p .2

(2) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 2002 ، ص79 .

جدول رقم(3 : 1) حجم أذون الخزانة حسب الموقف القائم نهاية كل عام ودورها تمويل العجز للفترة(1995-2007) (مليون ريال)

البيان / السنوات	1- العجز أو الفائض للموازنة العامة (1)	2- التمويل الخارجي للعجز (2)	3- نسبة 2:1 (3)	4- التمويل المحلي للعجز(صافي) (4)	5- نسبة 4:1 (5)	6- حجم موقف أذون الخزانة (القيمة التراكمية) (6)		7- التغير في الرصيد القائم للأذون (7)		8- نسبة التغير في الرصيد القائم إلى إجمالي العجز (8)		9- تغير في رصيد الأذون حسب الموقف القائم لم يوجهة لتمويل العجز (9)	
						بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية	بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية	حسب القيمة الاسمية	حسب القيمة الفعلية	بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية
1995	(30228)	3662	12.1	26566	87.9	1987	1949	1987	1949	6.6	6.5	---	---
1996	(16699)	16169	96.8	530	3.2	11984	11016	9997	9067	59.9	54.3	9467	8537
1997	(20180)	12364	61.3	7816	38.7	54955	51241	42971	40225	213	199	35155	32409
1998	(79270)	22409	28.27	56861	71.73	91359	84107	36404	32866	45.9	41.5	—	---
1999	716	17142	239	17858-	108	119778	106586	28419	22479	—	—	28419	22479
2000	94958	2504	2.64	97462-	102.64	118366	109555	1412-	2969	---	---	1412-	2969
2001	46323	6611-	14.3	39712-	85.7	121693	118380	3327	8825	---	---	3327	8825
2002	(13574)	5165-	38.1	18739	138.1	138493	129154	16800	10774	123.8	79.4	---	---
2003	(90662)	1655	18	89007	98.2	198731	184242	60238	55088	66	60.8	—	---
2004	(55345)	3663	66	51682	93.4	297907	275726	99176	91484	179	165.3	47494	39802
2005	(55401)	20407	35	37994	65	356683	328546	58776	52820	101	90.4	20782	14826
2006	45712	18824	41.2	64536-	141.2	405079	373223	48396	44677	—	97.7	48396	44677
2007	(339497) *	45182	13.3	294315	86.7	543196	504802	138117	131579	40	38.8	---	-

المصدر : - وزارة المالية - نشرة إحصائية مالية الحكومة العدد الرابع ، يولي 2004 . - نشرة إحصائية مالية الحكومة ،العدد التاسع العشر ، الربع الأول2005 . - نشرة إحصائية مالية الحكومة ،العدد الثلاثون ،الربع الرابع2007 .

- البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ،التقارير السنوية للأعوام (1998- 2007) . - البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقارير السنوية للأعوام (1995- 2007) ، * بيانات فعلية أولية

ثانياً : حجم الاصدارات من أذون الخزانة ودورها في تمويل عجز الموازنة :-

(أ):- حجم الإصدارات بالقيمة الاسمية وبحسب التغير في الرصيد ودورها في تمويل العجز:-

باستعراض بيانات الجدول التالي(3 : 2)يتضح أن مساهمة أذون الخزانة في تمويل العجز كانت إيجابية خلال الفترة(1995 - 1998)، ولكن المساهمة كانت بنسب متفاوتة، ففي عام 1995 تكررت نفس الحالة التي حدث بالنسبة للموقف القائم، والسابق ذكره لأنه أول اصدار لأذون الخزانة.

- وفي عام1996لم يكن نصيب التمويل المحلي لعجز الموازنة إلا بنسبة(3.2%)من إجمالي العجز، وقد بلغ حجم الإصدارمن أذون الخزانة بالقيمة الاسمية (39944)مليون ريال، وهوما يعادل نسبة(239%)من إجمالي العجز لعام1996، وكان نصيب التمويل المحلي الموجه لتمويل العجز(530)مليون ريال فقط، وباقي التمويل تم من مصادر خارجية .

- وأما في عام 1997فقد بلغ حجم الإصدارمن أذون الخزانة (72311)مليون ريال، بينما كان حجم العجز الكلي(20180)مليون ريال، وكان نصيب التمويل المحلي من تمويل ذلك العجز بنسبة(38.7%) بينما كانت نسبة رصيد الأذون إلى إجمالي العجز(358.3%)وباقي التمويل من مصادر خارجية، وبالتالي عدم استخدام حجم إصدارات أذون الخزانة بالكامل لتمويل العجز.

- وفي عام1998بلغ حجم الإصدار(76370)مليون ريال وكان حجم العجز الكلي(79270) مليون ريال، ونسبة الإصدارات إلى إجمالي العجز(96.3)بينما لم يتم تغطية العجز إلا بنسبة(71.7%)من مصادرمحلية ونسبة(28.3%)من مصادرخارجية، وتم اللجوء إلى الإقتراض المباشرمن البنك المركزي وبمبلغ(26.5)مليارريال[1]، لتغطية ذلك العجز.

- وفي الأعوام(1999، 2000، 2006،2001)تحقق فائض في الموازنة العامة، ومع ذلك تم الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة للأعوام (1999 ،2000 ، 2006)[2]، وكان حجم إصدارات أذون الخزانة لتلك الأعوام(65029، 26848 ، 211715) مليون ريال على التوالي.

وتم الاكتفاء بإعادة إصدار ما تم إصداره في عام 2001 وبالتالي فإن عملية الإصدار لأذون الخزانة في الأعوام التي تحقق فيها فائض لم يكن مبررا .

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية فصلية ، ابريل -يونيو2002 ، ص42 .

(2) حسن ثابت فرحان،"أذون الخزانة -البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام " المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس القاهرة، مرجع سابق، ص 185.

جدول رقم (3 : 2) حجم أذون الخزانة حسب الإصدارات السنوية ومساهمتها في تمويل عجز الموازنة للفترة(1995 – 2007). مليون ريال .

البيان / السنوات	1- العجز أو الفائض للموازنة العامة (1)	2- التمويل الخارجي للعجز (2)	3- نسبة 2:1 (3)	4- التمويل المحلي للعجز(صافي) (4)	5- نسبة 4:1 (5)	رصيد الإصدارات من أذون الخزانة للمشتر والمعاد إصداره (6)		التغير في رصيد الإصدارات من أذون الخزانة للمشتر والمعاد إصداره (7)		تغير في رصيد الأذون للمصدر والمعاد إصداره لم يوجه لتمويل العجز (8)		نسبة التغير في الرصيد إلى إجمالي العجز أو الفائض (9) = نسبة (1 : 7)	
						بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية	بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية	بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية	بالقيمة الاسمية	بالقيمة الفعلية
1995	(30228)	3662	12.1	26566	87.9	1987	1949	1987	1949	—	—	6.5	6.5
1996	(16699)	16169	96.8	530	3.2	419361	39361	39944	37412	39414	36882	239	224
1997	(20180)	12364	61.3	7816	38.7	114242	107676	72311	68315	64490	60499	358	339
1998	(79270)	22409	28.3	56861	71.7	190612	180148	76370	72472	19509	15611	96.3	91.4
1999	716	17142	239	17858-	108	255641	235162	65029	55014	65029	55014	9082	7684
2000	94958	2504	2.64	97462-	102.64	282489	267304	26848	32142	26848	32142	28.3	33.8
2001	46323	6611-	14 3	39712-	85.7	275768	261599	6721-	5705-	6721-	5705-	14.5 -	12.3 -
2002	(13574)	5165-	38.1	18739	138.1	304037	289270	28269	27671	9530	8932	208	204
2003	(90662)	1655	1.8	89007	98.2	420879	398415	116842	109145	27835	20138	129	120.4
2004	(55345)	3663	6.6	51682	93.4	669825	633771	248946	235356	197264	183674	450	425
2005	(55401)	20407	35	37994	65	838038	790327	168213	156556	130219	118562	288	268
2006	45712	18824	41.2	64536-	141.2	1049753	990893	211715	200566	211715	200566	463	439
2007	* (339497)	45182	13.3	294315	86.7	1287515	1217922	237762	227029	—	—	70	66.9
الإجمالي								1287515	1217922	785132	732020		

- المصدر:- وزارة المالية نشرة إحصائية مالية الحكومة العدد الرابع ،يوليو 2004،صفحات متفرقه - نشرة إحصائية مالية الحكومة ،العدد التاسع العشر،الربع الأول 2005،صفحات متفرقه .- نشرة إحصائية مالية الحكومة ،العدد الثلاثون ،الربع الرابع 2007 ، صفحات متفرقه
- البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ،التقارير السنوية للأعوام (1998- 2007) - البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام (1995- 2007) .

* بيانات فعلية أولية .

ـ وفي عام2002 تم العودة إلى الإصدار من جديد واستمر الإصدار السنوي حتى نهاية عام2007، حيث بلغ حجم الإصدار من أذون الخزانة بالقيمة الاسمية خلال الفترة (2002 - 2007) باستثناء عام 2006، وكما يلي : (28269 ، 116842 ، 248946 ، 168213 ، 237762) مليون ريال على التوالي، وكان حجم العجز للفترة نفسها كما يلي:

((13574) ، (90662)، (55345)،(58401)، (339497))، ويلاحظ ارتفاع نسبة حجم الإصدار من أذون الخزانة إلى إجمالي العجز السنوي لتلك الفترة، وبحسب النسب التالية: (208 ، 129 ، 450 ، 288 ، 70)، ويتضح أن حجم الإصدارات من أذون الخزانة قد فاق العجز المحقق في الموازنة العامة، وكما يتضح من النسب أعلاه، أما في العام 2007 وحسب التقديرات الأولية، أنه تم تحقيق عجز في الموازنة بلغ (339497) مليون ريال[1]، وكان حجم الإصدارات من أذون الخزانة ما يعادل (70 %) من إجمالي ذلك العجز، ومثل حجم التمويل المحلي ما نسبته (54%)من إجمالي ذلك العجز، وكانت نسبة التمويل الخارجي ما يعادل(13.3%) من إجمالي العجز، وبالتالي تم اللجوء إلى الاقتراض من البنك المركزي.

<u>(ب) :- حجم الإصدارات بالقيمة الفعلية ودورها في تمويل العجز :-</u>

وباستقراء بيانات الجدول السابق(3 : 2) يلاحظ أن التحليل باستخدام القيمة الفعلية للإصدارات من أذون الخزانة ينطبق مع التحليل السابق باستخدام القيمة الاسمية والفرق بينهما هو أن القيمة الاسمية تشمل الفوائد على أذون الخزانة، أما القيمة الفعلية فهي الإصدارات غير مشتملة على الفوائد المترتبة على أذون الخزانة المصدرة .

ويتضح من خلال استقراء بيانات الجدول السابق(3 : 2)ما يلي :-

يوجد تغير في رصيد أذون الخزانة لحجم الإصدارات لم يوجه لتمويل العجز وبحسب التغير في الرصيد بالقيمة الاسمية وبمبلغ (785132) مليون ريال خلال فترة الدراسة.

وكذلك الحال عند التحليل حسب القيمة الفعلية لإصدارات أذون الخزانة، حيث بلغ التغير في الرصيد من أذون الخزانة والذي لم يوجه لتمويل العجز (732020) مليون ريال، خلال نفس الفترة.

---

[1] وزارة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ، العدد الثلاثون ،الربع الرابع 2007 ، ص 3 .

ـ وفي رأي الباحث من خلال الاستعراض السابق لدور أذون الخزانة في تمويل العجز المتفاقم في الموازنة العامة سواء بالموقف القائم لأذون الخزانة أو بحجم الإصدارات السنوية من أذون الخزانة خلال فترة الدراسة أن أذون الخزانة لم تكن الأداة الأساسية لتمويل العجز، بدليل أنه تم الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة في الوقت الذي تم تحقيق فائض في الموازنة العامة في الأعوام(1999 ، 2000 ، 2006)، وكذلك عند الأخذ بحجم الموقف القائم لأذون الخزانة في الأعوام(1997 ، 2002 ، 2004 ، 2005)، نجد أن ذلك الموقف كان يفوق حجم العجز المحقق خلال الأعوام السابقة، أما عند الأخذ بحجم الإصدار السنوي لأذون الخزانة ونسبته إلى حجم العجز المحقق خلال الفترة(1995 – 2007) يلاحظ أن ذلك الحجم من إصدارات أذون الخزانة كان يفوق حجم العجز المحقق خلال تلك الفترة ما عدا عامي (1995 ، 2007)، وتزامن مع ذلك وجود التمويل الأجنبي وبنسب عالية لبعض السنوات كما اتضح من التحليل السابق، وبالتالي فسياسة إصدارات أذون الخزانة لم تكن أداة فعالة في تمويل العجز وحسب ما كان متوقعاً من ذلك البرنامج إلا في بعض السنوات التي تم فيها التمويل عن طريق الإصدارات من أذون الخزانة، وبالتالي يمكن أن يعزى السبب الأساسي لإصدارات أذون الخزانة إلى أسباب أخرى، وهذا ما سيتم التعرف عليه واستعراضه في المباحث اللاحقة .

المبحث الثاني

(3 – 2) العـرض النقـدي ودور أذون الخزانــة فــي امتـصاص الـسيولة الزائدة في السوق كوسيلة نقدية :-

تم التعرف في الفصل الأول إلى قانون الدين العام رقم (19) لسنة 1995 ولائحته التنفيذية، والذي حدد في المادة رقم (3) بأن أحد الأغراض التي جاءت من أجلها إصدارات أذون الخزانة هو سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة، باعتبار أذون الخزانة أحد أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي للتحكم في العرض النقدي، لذلك سنقوم في هذا المبحث بالتعرف على ما هية العرض النقدي ومكوناته والدور الذي قامت به أذون الخزانة في سحب فائض السيولة النقدية الزائدة في السوق .

(3 : 2 : 1) العرض النقدي ومكوناته

أولاً:- العرض النقدي :-

معنى عرض النقود[1] : يقصد بالنقود شي يستخدم بوجه عام كوسيلة للدفع ويكون مقبولاً في سداد الديون، وعندما تستخدم النقود بدون تحديد ، فإن إصطلاح (عرض النقود) إنما يشير إلى الرصيد الكلي لوسائل الدفع المحلية والتي يمتلكها العامة من أفراد، ومنشآت الأعمال، وشركات أفراد وكل الفئات المحتفظة بالنقود بخلاف الحكومة المركزية أو الخزانة (البنك المركزي والبنوك التجارية)، فالأرصدة النقدية التي تحتفظ بها الحكومة المركزية والحكومة المحلية في البنك المركزي أو في وزارة الخزانة عادة ما تستبعد من فكرة عرض النقود، لأن مثل هذه النقود تنتج من عمليات غير تجارية، خاصة إدارية بواسطة الحكومة.

ويجب ملاحظة أننا يجب أن نضمن عرض النقود رصيد النقود المحتفظ به بواسطة العامة والمعد للإنفاق فقط، وعليه فإن عرض النقود هنا يعني " كل النقود الموجودة في التداول " وعرض النقود في أي لحظة من الزمن يقصد بها كمية النقود الموجودة في ذلك الوقت[2] .

(1) D . W . Groedhuys : Money and Banking > New York : Mc Graw – Hill Book Company .1978) Ch .1 .

(2) سامي خليل، النظريات والسياسات النقدية والمالية، اقتصاديات النقود والبنوك الكتاب الثاني، شركة كاظمة للنشر والترجمة والتوزيع، الكويت 1982 م، ص57 .

وتعرف الكمية النقدية (عرض النقود) :- أنها الأموال ذات القوة الشرائية المباشرة، أي القدرة على التحول مباشرة وفي الحال إلى كافة السلع والخدمات المتاحة للتبادل، وبمعنى آخر هي القدرة على الإبراء من جميع الديون، وقد اختلفت الآراء في تعريف النقود فهناك عدد من رجال الأعمال والاقتصاد يدخلون الأموال ذات القوة الشرائية المؤجلة لأجل قصير(لا يتجاوز ثلاثة شهور) في نطاق النقود، ويرى " كينز " ضرورة توسيع دائرة النقود لتشمل الودائع المصرفية لأجل، وكذلك أذونات الخزينة، أما صندوق النقد الدولي فيعتبر الكمية النقدية على أنها المجموع الصافي للبنكنوت المتداول بالإضافة إلى الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، ويستبعد من دائرة النقود كلاً من العملات المساعدة والودائع لأجل وودائع التوفير حيث يدخلها في دائرة(شبه النقود)[1]، وفي بعض البنوك المركزية العربية(مثل البنك المركزي المصري) فإنه يوسع نطاق وسائل الدفع لتشمل المجموع الصافي للنقد المتداول خارج البنوك بالإضافة إلى كافة الودائع لدى البنوك التجارية سواء كانت جارية أم آجلة إضافة إلى ودائع التوفير والحسابات المدينة .

وأمام ما سبق من اختلاف في الأراء يمكن تعريف الكمية النقدية(عرض النقود) على أنها :- مجموع وسائل الدفع بجميع أنواعها وهي البنكنوت المصدر، العملات المساعدة(ورقية ومعدنية)، النقود المصرفية، والودائع الجارية لدى البنوك التجارية لتمتعها بالقوة الشرائية المباشرة.

ثانياً : مكونات العرض النقدي :- يتسع العرض النقدي ليشمل (النقد وشبه النقد) :-

(أ) النقد :- وهو ذلك النوع الذي يتمتع بسيولة عالية، ويقصد بها العملة المعدنية المساعدة والنقود الورقية (البنكنوت) التي يصدرها البنك المركزي وأحياناً وزارة الخزانة والموجودة في التداول[2]. مضافاً إليها ودائع الأفراد الجارية، فهذه الأنواع تتمتع بدرجة سيولة كاملة (100%) حيث يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات في الحال[3] .

(ب) شبه النقد : - وتشمل كافة أنواع الودائع الخاصة والحكومية الادخارية والآجلة، وقد ثار جدل حول سيولة هذا النوع، فمن ناحية يرى البعض أن الودائع الآجلة و الادخارية وودائع التوفير يمكن اعتبارها مثل النقود تماماً، حيث يمكن السحب من ودائع التوفير والودائع الادخارية وتحويلها إلى نقود قانونية بسرعة عند الطلب، ويمكن تحويل الودائع الآجلة إلى ودائع جارية عند الطلب مقابل خسارة الفوائد المستحقة[4]. أما الأستاذ (نيولن) فإنه يرى بأن التفرقة بين النقود

---

(1) رشاد العصار، رياض الحلبي ، النقود والبنوك ، الطبعة الأولى ، 2000 – 1420هـ ، دار صفاء للنشر والتوزيع –عمان ، ص 54 .

(2) سامي خليل، النظريات والسياسات النقدية والمالية، اقتصاديات النقود والبنوك الكتاب الثاني، مرجع سابق، ص 58.

(3) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ، مرجع سابق ، ص 1991.

(4) R.Syers ." Monetary Theory and Policy" ,Economic Journal. Vol. 1xx December , 1960 ,P .P 710 ,714 .

وأشباه النقود يجب أن يستند إلى وظيفة كل نوع، فالنقود تستخدم لتأدية وظيفة التبادل، بينما أشباه النقود تؤدي وظيفة مخزن للقيمة، ويرى (نيولن) أن بالإمكان استخدام الودائع الآجلة كجزء من كمية النقود ؛ لأن تحويلها إلى ودائع لا يؤثرعلى مقدرة البنوك على خلق الائتمان، نظراً لعدم التمييز بين أنواع الودائع المختلفة عند احتساب الاحتياطي أو نسبة السيولة في النظام المصرفي البريطاني[1] .

وهذا التعريف لا ينطبق على البلدان النامية فالودائع الآجلة لا يمكن السحب عليها قبل تحويلها إلى ودائع جارية وهذا يتطلب بعض الوقت، وتنازل المودع عن الفائدة، كما أن تخلف الوعي المصرفي وقلة استخدام الشيكات في التعاملات يحد من اعتبار الودائع الآجلة كالودائع الجارية للنقود .

وبالنسبة للوضع في اليمن فإن البنك المركزي اليمني يقسم العرض النقدي إلى(النقد وشبه النقد)، ويقتصرالنقد على(النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي، والودائع الجارية تحت الطلب فقط).

وأما شبه النقد فيشمل على (الودائع الآجلة والادخارية والمخصصة اضافة إلى الودائع بالعملة الأجنبية[2])، بالمقابل فالنقد وشبه النقد يعادل أيضاً (مجموع كل من صافي الأصول الخارجية وصافي اقتراض الحكومة والمطالبات على القطاع غير الحكومي وصافي البنود الأخرى)[3] .

(1) W . T . New Lin . " Theory Of Money " , Clarendom Press Oxford , 1964 , PP . 6 – 9 .

(2) البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام 2007، ص 67.

(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة التطورات النقدية والمصرفية لشهر ، سبتمبر 2008 ، ص 3 .

(3 : 2 : 2) دور أذون الخزانة في امتصاص السيولة الزائدة في السوق كوسيلة نقدية :-

يعد الاستقرار النقدي من أهم الأهداف المحققة للاستقرار الاقتصادي، وتتولى السلطات النقدية تحقيق ذلك من خلال التحكم في كمية النقود المتداولة وتثبيتها عند مستويات توازنية، ولذلك فإن السياسات النقدية التي تستهدف التأثير على عرض النقد والتحكم فيه بالقدر الذي يتناسب مع معدل النمو في الناتج الإجمالي الحقيقي تعتبر السياسات الأكثر ملائمة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي[1]، وسبق أن عرفنا في الفصل الأول أن متوسط نسبة العملة المتداولة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي خلال الفترة(1990-1994)بلغت(54%)وهي نسبة مرتفعة، وتدل على ضعف كفاءة النظام المصرفي لسحب فائض السيولة النقدية لدى الجمهور، فجاءت أذون الخزانة من ضمن برامج الاصلاح الاقتصادي[2]، لغرض سحب فائض السيولة النقدية، وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة، مثل تمويل عجز الموازنة العامة بوسيلة غيرتضخمية[3]، وتمويل المشاريع الاستثمارية، لذلك سنقوم في هذا المبحث بالتعرف على حجم الإصدارات من أذون الخزانة ونصيب القطاع الخاص والأفراد من حجم تلك الإصدارات باعتباره الفئة المستهدفة لسحب فائض السيولة النقدية[4]، وكذلك معرفة نسبة نصيب القطاع الخاص والأفراد من حجم إصدارات أذون الخزانة إلى كل من حجم العرض النقدي والعملة المتداولة خارج البنوك، ويتضح من خلال استعراض بيانات الجدول(3 : 3)والذي يوضح بعض المؤشرات النقدية ودور إصدارات أذون الخزانة في سحب السيولة الزائدة في السوق، ويتضح لنا التباين الكبيرفي سلوك المؤسسات المالية والأفراد إزاء الطلب على مزادات أذون الخزانة وبحسب نسبة المشاركة، وقد اتسم سلوك الأفراد بالتردد والحذر في الإقبال على شراء أذون الخزانة ولعل السبب الرئيسي هو الموقف الشرعي من الربا(5).

(1) عبدالحميد الغزالي ، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، النقود والبنوك ، درا النهضة العربية ، القاهرة1977م ص252 .
(2) حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة العامة كحلقة من حلقات برنامج الإصلاح الاقتصادي، مجلة الدراسات الاجتماعية،العدد(8)مرجع سابق،ص 101.
(3) محمد سويلم ، ادارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، الشركة العربية للنشر والتوزيع ، القاهرة 1992 .
(4) محمد أحمد الأفندي ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية ،مرجع سبق ذكره ، ص 121 .
(5) محمدأحمدالحاوري،مدى فاعلية السياسة المالية والنقدية في معالجة عجز الموازنة في اليمن ،رسالة دكتوراه ،جامعة قناة السويس 1998 ،ص251.

جدول رقم (3 : 3) العرض النقدي ودور أذون الخزانة في سحب السيولة الزائدة في السوق للفترة(1995 – 2007)   مليار ريال .

البيان / السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي
1- العرض النقدي (إجمالي السيولة المحلية)	248.3	269.6	298.4	333.3	379.3	474.5	563	664.7	797.4	917.3	1049.5	1351.4	1586.2	8933
(أ) النقد منها :	164.2	156.7	166.4	179.9	207.2	247.2	282.7	306.5	347.5	390.6	442.5	558.4	613.7	4063.5
- العملة خارج البنوك(C)	129.1	120.5	126.9	139.7	166.9	197.1	212.8	239.3	268.8	297.9	330.6	412.5	425.8	3067.9
- الودائع تحت الطلب (D)	35.1	36.2	39.5	40.3	40.3	50.1	69.9	67.2	78.7	92.7	111.8	145.9	187.9	
(ب) شبه النقد منها:	84.1	112.9	132	153.4	172.1	227.3	280.3	358.2	449.9	526.7	607	793	972.5	
- الودائع لأجل	17.2	30.6	33.9	33	30.5	41.8	50.3	78.5	106.9	148.2	151.6	191.3	283.2	
- ودائع الادخار	9.3	14.7	18.1	20.7	25.7	34.7	41	51.6	59.6	72.8	78.6	92.6	103.7	
- ودائع بالعملات الأجنبية	55.6	63.9	76.4	96	111.7	146.1	184	219.1	270.5	287.2	355.5	454.2	516.3	
- الودائع المخصصة	2	3.7	3.6	3.7	4.2	4.7	5	9	12.9	18.5	21.3	54.9	69.3	
2- المصدر والمعاد اصدارة من أذون الخزانة بالقيمة الفعلية	1.949	39.36	107.68	180.15	235.16	267.3	261.6	289.3	398.4	633.8	790.3	990.9	1217.9	5413.8
3- التغير في رصيد الأذون بالقيمة الفعلية	1.949	37.4	68.32	72.5	55	32.14	5.7-	27.7	109.1	235.4	156.5	200.6	227	
4- نسبة مشاركة القطاعات بالقيمة الفعلية%														
- البنوك %	45.2	51	64	47.08	46	33.2	15.2	7	22	36.1	37.5	41.6	46.1	
- صناديق التقاعد	27.4	11.1	3.9	32.6	31.9	32.1	41.7	42.8	41.8	38.3	43.6	42.2	40.1	
- المؤسسات	20.2	11.1	9.3	0.67	5.2	11.6	15	23.8	23.3	21	15.3	12.5	9.8	
- قطاع خاص وأفراد	7.2	26.8	22.8	19.65	16.9	23.1	28.1	26.4	12.9	4.6	3.6	3.7	4	
5- قيمة مشاركة القطاع الخاص والأفراد للمصدر والمعاد إصداره	0.140	10.6	24.6	35.4	39.7	61.8	73.5	76.4	51.4	29.2	28.4	36.7	48.7	516.5
6- قيمة مشاركة القطاع الخاص والأفراد حسب التغير في الرصيد	0.140	10	15.6	14.3	9.3	7.4	1.6-	7.3	14.1	10.8	5.6	7.4	9.1	
7- نسبة (1 : 5)	0.0006	0.04	0.082	0.11	0.11	0.13	0.13	0.12	0.065	0.032	0.03	0.03	0.03	
نسبة (C : 5)	0.0011	0.09	0.19	0.25	0.24	0.31	0.35	0.32	0.19	0.098	0.086	0.09	0.11	
8- نسبة (1 : 6)	0.0006	0.04	0.05	0.043	0.025	016.	0.003 -	0.011	0.018	0.012	0.005	0.0055	0.0057	
نسبة (C : 6)	0.082	0.08	0.12	0.10	0.56	0.04	0.008 -	0.031	0.052	0.036	0.017	0.018	0.02	
9- نسبة العملة خارج البنوك إلى عرض النقد %	52	44.7	42.5	41.9	44	41.5	37.8	36	33.7	32.5	31.5	30.5	26.8	

المصدر:- مذكرة محافظ البنك إلى رئيس مجلس الوزراء بتاريخ31-12-1998حول التقرير التحليلي لإصدارات أذون الخزانة ابتداء من الإصدار الأول9-12-1995 وحتى الإصدار السبعين في 26-12-1998.

- البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقارير السنوية للأعوام (1998- 2007) - البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام (1995- 2007).

- حسابات الباحث.

وبالنظر في بيانات الجدول السابق(3 : 3) والتدقيق على الأرقام التي يحتويها وخصوصاً نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد؛ لأن هذا القطاع هو الفئة المستهدفة والتي ستؤثر على السيولة النقدية الموجودة في السوق، وبالتالي على العرض النقدي، حيث يتضح أن نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد كانت بنسبة (7.2%) من إجمالي حجم الإصدارات لأذون الخزانة في ديسمبر عام 1995، ثم أخذت تلك النسبة بالارتفاع ووصلت في عام 1996 إلى (26.8%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة وبمبلغ إجمالي (10.6) مليار ريال للمصدر والمعاد إصداره من أذون الخزانة، وأخذت تلك النسبة إلى إجمالي العملة خارج البنوك والعرض النقدي النسب التالية (0.09 ، 0.04) على التوالي، وهذا أدى إلى انخفاض نسبة نمو العملة المتداولة خارج البنوك بنسبة (ــ 6.7%) بعد أن كانت تلك النسبة في عام 1994(40.5%)، وكان لذلك دور في انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي من (52%) في عام 1995 إلى (44.7%) في عام 1996، ولكن نسبة المشاركة انخفضت في عام 1997 إلى (22.8%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة وبمبلغ إجمالي (24.6) مليار ريال، وكانت نسبة تلك المشاركة إلى العملة خارج البنوك وإلى العرض النقدي بالنسب(0.19 ، 0.082)، ساعد ذلك في انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي إلى (42.5%)، ومع استمرار ارتفاع نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد بالاستثمار في أذون الخزانة في عام 1998 وبمبلغ إجمالي (35.4) مليار ريال وكانت نسبة المشاركة (19.65%) من إجمالي الاصدارات، وأخذت تلك النسبة إلى العملة خارج البنوك وإلى العرض النقدي النسب التالية(0.25 ، 0.11) على التوالي، فانخفضت العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي وبنسبة(41.9%)، وفي عام 1999 انخفضت نسبة المشاركة إلى(16.9%)من حجم الاستثمار في أذون الخزانة وبمبلغ إجمالي (39.7)مليار ريال وكانت نسبة تلك المشاركة إلى كل من العملة خارج البنوك وإلى العرض النقدي (0.24 ، 0.11) على التوالي، فارتفعت نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي إلى (44%)، وأما في العام 2000 ومع استمرار إصدارات أذون الخزانة بالارتفاع ارتفع معها نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد إلى (23.1%) وبمبلغ إجمالي (61.8) مليار ريال، وأخذت نسبة تلك المشاركة إلى إجمالي العملة وإلى العرض النقدي (0.31 ، 0.13) على التوالي، فانخفضت نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي وبنسبة(41.5%)، وهذا يدل على أن مشاركة القطاع الخاص والأفراد يلعب دوراً في سحب السيولة الزائدة في السوق وانخفاض العملة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي، وبمتابعة حجم إصدارات أذون الخزانة حيث توقفت في العام 2001 بسبب تحقيق فائض في الموازنة العامة، ولكن نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد ارتفع بسبب إعادة تجديد

الشهادات المستحقة لذلك القطاع وبملبغ إجمالي (73.5) مليار ريال وبنسبة مشاركة(28.1%) وهي أعلى نسبة مشاركة لذلك القطاع خلال فترة الدراسة ارتفع بذلك نسبة تلك المشاركة إلى كل من العملة خارج البنوك والعرض النقدي (0.35 ، 0.13)، ساعد ذلك في انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي، ولكن يعود الدورالكبير لقيام البنك المركزي بالتدخل النشط بائعاً للدولار ابتداء من عام 2001 وبمبلغ (483) مليون دولار[1]، أدى ذلك إلى انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض وبنسبة(37.8%)، وهي نسبة منخفضة فقد شارك التدخل النشط للبنك بائعاً للدولار في سحب فائض السيولة النقدية، أما في الفترة(2002-2007) فيلاحظ انخفاض مشاركة القطاع الخاص والأفراد وبصورة حادة حيث انخفضت تلك النسبة إلى إجمالي إصدارات أذون الخزانة وبالنسب التالية(26.4، 12.9، 4.6، 3.6، 3.7، 4) على التوالي، بسبب التسجيل الخاطئ لبعض المؤسسات ضمن هذا القطاع في الفترة قبل 2002، وتم تصحيح ذلك الخطئ في عام 2003، وانخفضت نسبة تلك المشاركة إلى إجمالي العملة خارج البنوك وإلى العرض النقدي من (0.32، 0.12) في العام 2002 إلى(0.11 ، 0.03) في العام 2007 على التوالي، ومع أن نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد في الاستثمار في أذون الخزانة قد انخفضت خلال الفترة (2002 ، 2007)، إلا أننا نلاحظ انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي من (36%) في عام 2002 إلى (26.8%) في العام 2007، فإلى جانب إصدارات أذون الخزانة فقد كان للتدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولار خلال تلك الفترة الدور الكبير في سحب السيولة من السوق، وبالتالي انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي حيث ارتفعت مبيعات الدولار من (483) مليون دولار[2] في عام 2002 إلى (1267) مليون دولار في عام 2007[3]، وكان الهدف من ذلك امتصاص السيولة الزائدة في السوق، إلى جانب ذلك استخدم البنك المركزي نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع بالريال والدولار، فكان لكل تلك الإجراءات دور كبير في انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي .

---

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 2002 ، ص53 .
(2) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 2004 ، ص 55 .
(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 2007 ، ص35 .

- وفي رأي الباحث فإن ارتفاع حجم إصدارات أذون الخزانة وتحديداً ارتفاع نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد كان لها أثر كبير في سحب السيولة الزائدة من السوق، وخصوصاً خلال الفترة (1995 -2002)، وانخفض ذلك الأثر خلال الفترة (2003 – 2007)، ومع ذلك كان هناك انخفاض لنسبة العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي، وكان ذلك بسبب السياسات التي اتبعها البنك ومنها التدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولار خلال الفترة (2001 – 2007)، وكذلك استخدام البنك لنسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع بالريال والدولار؛ فانخفض بذلك العرض النقدي خلال الفترة محل الدراسة، فقد وصل متوسط نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي خلال فترة الدراسة بمعدل متوسط (38.9%)، وهي نسبة منخفضة مقارنة بمتوسط تلك النسبة خلال الفترة (1990- 1994) والتي بلغت (54%)، وهذا يؤكد أن سياسة أذون الخزانة، والتدخل النشط للبنك المركزي، وكذلك نسبة الاحتياطي الإلزامي على البنوك أدت كل تلك السياسات إلى انخفاض العرض النقدي بصورة ملحوظة خلال فترة الدراسة .

المبحث الثالث

(3 : 3) التضخم ودور أذون الخزانة في كبح جماح التضخم في الجمهورية اليمنية

يعتبر التضخم من المشكلات الرئيسة التي تعاني منها اقتصاديات معظم البلدان وخصوصاً البلدان النامية بسبب تخلف هياكلها الاقتصادية، وتدني معدلات نمو قطاعاتها الإنتاجية، كما أن تسارع معدلات التضخم يؤثر سلباً على الاستقرار الاقتصادي لهذه البلدان، وبالنسبة لليمن وكما تم استعراض ذلك في الفصل الأول فقد تعرض اليمن لمختلف أنواع الضغوط التضخمية، إلا أن التضخم النقدي يكاد يكون السمة المميزة للسنوات الأولى من عقد التسعينات، حيث سجل معدل التضخم أعلى معدل له عام 1994، والذي بلغ في نهاية ذلك العام حوالي(104%) بسبب الإفراط النقدي الناجم عن تمويل عجز الموازنة خلال تلك الفترة.

ونظراً لأهمية مشكلة التضخم عموماً وللبلدان النامية خصوصاً فسوف يتم في هذا المبحث وفي الجزء الأول طرح نظرة عامة مختصرة حول التضخم، أما الجزء الثاني فسيتم فيه استعراض دور أذون الخزانة وأثرها على كبح جماح التضخم في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995 - 2007).

(3 : 3 : 1) نظرة عامة مختصرة حول التضخم :

أولاً: مفهوم التضخم :

تعددت تعريفات التضخم في الفكر الاقتصادي، فالتعريف الذي قد يسود خلال فترة زمنية معينة قد لا يتفق مع تعريف نفس الظاهرة خلال فترة زمنية معينة أخرى، فتعريف التضخم الذي ساد خلال الفترة السابقة للحرب العالمية الأولى يختلف عن التعريف الذي ساد بعدها وأثناء الحرب العالمية الثانية[1]، وقد يختلف تعريف التضخم خلال نفس الفترة الزمنية وذلك باختلاف وجهات نظر مفكري نفس الفترة، ويستخدم مفهوم التضخم لوصف ظواهر عديدة تشمل الزيادة في مستويات الأسعار والزيادة في مستويات الدخول والأجور، كما تشمل التضخم في العملة أو التضخم في التكاليف، وسنركز هنا على الارتفاعات المتوالية في مستويات الأسعار المحلية، ومن الأمثلة على تعريف التضخم هو أنه (الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار في دولة ما)[2]،

---

[1] عناية غازي حسين ،التضخم المالي ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 1985م ، ص 9 .

[2] خالد الوزني ، أحمد الرفاعي ، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق ، الطبعة السادسه ، عمان ،دار وائل للنشر 2003 ،ص 249 .

كما عرف التضخم بأنه (عبارة عن الانخفاض المستمر والمتواصل في القــيمة الحقيقية لوحدة النقد)[1]، واعتمد البعض في تعريف ظاهرة التضخم على الأسباب المنشئة للتضخم مع تفاوت التركيزعلى هذه الأسباب، فهناك تعريف للتضخم بأنه (كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار)[2]، وعرف التضخم بأنه(زيادة محسوسة في كمية النقود)[3] .
وجاء تعريف للتضخم بأنه (الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعارفي دولة ما والناجم على فائض الطلب عما هو معروض من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة)[4] ،
وهناك أيضاً تعريفات عديدة للتضخم لا يمكن استعراضها بالكامل في هذا المبحث، ولكن من خلال التعريفات السابقة نجد أن تعريف التضخم يعتمد على فكرتين أساسيتين هما[5]:-

(أ) الزيادة في كمية النقود بالنسبة لكمية السلع .

(ب) إن حدوث الارتفاع في المستوى العام للأسعار ما هو إلا تعبيرعن الزيادة في كمية النقود بالنسبة لكمية الإنتاج .

---

(1) أنس البكري ، وليد صافي ، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق ، عمان ،دار المستقبل للنشر والتوزيع 2002 ، ص 197 .
(2) عناية غازي حسين ،التضخم المالي ، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 1985م ، مرجع سبق ذكره ،ص 14 .
(3) فؤادهاشم ، اقتصاديات النقود والتوازن النقدي ، القاهرة ، دار النهضة العربية 1974م ، ص 219 .
(4) إسماعيل عبدالرحمن ، حربي عريقات ،مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد ، عمان ،دار وائل للنشر والتوزيع 1999 ،ص 145 .
(5) عادل أحمد حشيش ، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي ، بيروت ، الدار الجامعيه للطباعة والنشر 1992 ، ص 201 .

ثانياً : أنواع التضخم :

تتعدد أنواع التضخم وتختلف باختلاف المعيار المستخدم للتمييز فيما بينها، ولكنها تشترك جميعها في خاصية واحدة وهي عجز النقود عن أداء وظائفها أداءً كاملاً"[1] .

وفي ضوء ما تقدم نستعرض باختصار شديد الأنواع المختلفة للتضخم بالاعتماد على بعض المعايير كما يلي:

(أ) : معيار درجة تحكم الدولة في جهاز الأثمان : وتتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بالاعتماد على هذا المعيارومدى قدرتها على التحكم في حركة مستويات الأسعار والتأثير فيها [2]، ويمكن التمييز وفقا لهذا المعيار بين نوعين من التضخم هما :

(1) التضخم الظاهر : ويتسم بارتفاع مستويات الأسعار بصورة مستمرة دون قيام الدولة بأي إجراءات لاعتراضها والحد منها .

(2) التضخم المكبوت: ويشير إلى التضخم المستمر غير الواضح نظراً لتدخل السلطات الحكومية في توجيه سير حركة الأسعار.

(ب): معيارتعدد القطاعات الاقتصادية :

وتتحدد الاتجاهات التضخمية وفقاً لهذا المعيار وفق تقسيم الاقتصادي (كينز) حسب تنوع القطاعات الاقتصادية إلى ما يلي :

(1) التضخم في سوق السلع : ويمكن التفريق بين نوعين من هذا التضخم :

أ - التضخم السلعي ب - التضخم الرأسمالي.

(2) التضخم في أسواق عوامل الإنتاج : ويفرق هذا المعيار بين نوعين من التضخم هما :

أ – التضخم الربحي. ب – التضخم الدخلي .

(ج): معيار حدة التضخم: وينقسم إلى نوعين:

(1) التضخم الجامح : ويعد أكثر أنواع التضخم ضرراً على الاقتصاد الوطني .

(2) التضخم المتوسط (غير الجامح) :

(د): معيار مصدر التضخم : وينقسم إلى نوعين هما :

(1) التضخم من جانب الطلب (2) التضخم الناشئ عن الزيادة في التكاليف (تضخم دفع النفقة).

---

(1) نبيل الروبي ، نظرية التضخم ، الطبعة الثانية ، الإسكندرية ،مؤسسة الثقافة العربية 1984م ، ص 25 .
(2) عناية غازي حسين، التضخم المالي ، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 1985م ،مرجع سبق ذكره ، ص 56 .

تشخيص التضخم في الاقتصاد اليمني :

تعد الزيادة في كمية النقود المتداولة ونموها بمعدلات سنوية تفوق معدلات النمو السنوية للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من أهم الاختلالات التي ساهمت في تغذية الضغوط التضخمية في الاقتصاد اليمني، وأدت إلى حدوث ارتفاعات متوالية في مستويات الأسعار المحلية خلال النصف الأول من عقد التسعينات، وكما سبق الإشارة لذلك في الفصل الأول، إلا أن ذلك ليس السبب الوحيد بل ساهم في ارتفاع مستويات الأسعار حجم الإنفاق الحكومي، والاستهلاك النهائي الكلي بالإضافة إلى مجموعة الاختلالات الخارجية الناجمة عن الزيادة في قيمة الواردات، والزيادة في حجم المديونية الخارجية والاختلالات الهيكلية واتساع قيمة فجوة الموارد المحلية، كل ذلك لعب دوراً هاماً في تغذية الضغوط التضخمية ودفع مستويات الأسعار نحو الارتفاع[1] .

(3 : 3 : 2) دور أذون الخزانة في كبح جماح التضخم :-

أدى تفاقم الضغوط التضخمية في الاقتصاد اليمني خلال الفترة(1990-1994) وارتفاع معدلات التضخم السنوية، والتي وصلت وفق بعض التقديرات بنحو (104%) في نهاية عام 1994[2]، وقد بدأت الحكومة اليمنية بتنفيذ مجموعة من الإجراءات في مجال إصلاح أدوات السياسة النقدية، مثل رفع أسعار الفائدة، وتعديل نسبة الاحتياطي القانوني، وسعر إعادة الخصم، بالإضافة إلى تنفيذ عدد من الإجراءات في مجال إصلاح أدوات السياسة المالية بهدف زيادة الإيرادات الضريبية، وتخفيض حجم الإنفاق الحكومي، والاستهلاك النهائي الكلي، وكذلك استخدام (أذون الخزانة) بهدف سحب فائض السيولة النقدية في السوق، واستخدامها في تمويل عجز الموازنة بوسيلة غير تضخمية، وتمويل المشاريع الاستثمارية[3]، ويلاحظ من خلال استعراض مواد القرار الجمهوري رقم (19) لسنة1995، وباستعراض المواد التي حددت استخدامات أذون الخزانة والموضحة في الفصل الثاني من هذا البحث، نجد أنه لم يذكر بصراحة استخدام أذون الخزانة في كبح جماح التضخم، ولكن يتضح لنا أن هدف كبح جماح التضخم جاء نتيجة للهدف الثاني والمحدد في المادة رقم(3) والتي بينت الفقرة (ب) من هذه المادة بأن الغرض من أذون الخزانة هو سحب فائض السيولة الزائدة في السوق، وكذلك تمويل عجز الموازنة من مصادر حقيقية غير تضخمية، وبما يكفل الحد من الاعتماد على الزيادة في حجم الائتمان المحلي بالإصدار النقدي نظراً لما يولده من ضغوط تضخمية ناجمة عن الزيادة في كمية النقود في المجتمع.

(1) أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، دراسة حالة الجمهورية اليمنية (1990- 2003)، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (2005- 2006) ، ص 90 .

(2) عبد العزيز السقاف "تقييم الجانب النقدي والمالي في برنامج الإصلاح الاقتصادي" ، مجلة الثوابت 1999 ، مرجع سابق ، ص 488 .

(3) حسن ثابت فرحان،"أذون الخزانة –البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام " المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، مرجع سبق ذكره ،ص 181 .

ويتضح من بيانات الجدول التالي(3 : 4) حجم الإصدارات من أذون الخزانة والتي تم تنفيذها خلال فترة الدراسة، وكانت القيمة الاسمية للإصدار الأول في ديسمبر عام 1995 (1987)مليون ريال، والقيمة الفعلية (1949) مليون ريال، حيث تزامن مع ذلك تحريك سعر الفائدة نظراً لما كانت تحققه من قيمة سالبة قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم بدرجة كبيرة، حيث تم رفع سعر الفائدة على أذون الخزانة في بداية الإصدار وللأجل شهر في ديسمبر عام 1995إلى (23.59%)[1] وبدأت كتجربة، ثم توالت الإصدارات من أذون الخزانة خلال عام 1996، ومع ارتفاع أسعار الفائدة في مارس 1996[2] حيث تم رفع أسعار الفائدة بخمس نقاط مئوية، وكان متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة لمدة 91 يوماً (25.8%) ولمدة 182يوماً (26.7%)، وبذلك ارتفع حجم الإصدارات وبلغت القيمة الفعلية(39.4) مليار ريال للإصدارات في عام 1996[3]، وكانت نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد للعامين (1995-1996) (7.2 % ، 26.8%) على التوالي، إلى إجمالي تلك الإصدارات، وهذا الإجراء أدى إلى انخفاض العملة المتداولة خارج البنوك وكما يلي (129.1 ، 120.5)[4] مليار ريال للعامين (1995 ، 1996) على التوالي، ويتضح من الأرقام السابقة أن معدل النمو للعملة المتداولة أخذت رقماً سالباً في عام 1996، ففي حين كان يتم الاعتماد شبه الكامل على التمويل التضخمي بالإصدار النقدي الجديد خلال الفترة(1990-1994)، ولكن وبداية من عام 1995 بدأ الاعتماد على التمويل الخارجي بنسبة (12.1%) من إجمالي العجز، وتوسع الإعتماد على التمويل الخارجي وبنسبة (96.8%) في عام 1996 وهذا ما أدى إلى انخفاض العلمة المصدرة في عام 1995 وأما في عام 1996 فلم يتم إصدار عملة جديدة، فأدى ذلك إلى انخفاض معدل التضخم، بدرجة كبيرة للعامين (1995-1996) حيث انخفض إلى (55.31 % ، 30.64%) على التوالي مقارنة بذلك المعدل في نهاية عام 1994 والذي وصل إلى حدود(104).

---

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية ، أكتوبر ت ديسمبر 2000 ، ص 29 .
(2) البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية، نوفمبر 2006، قرار محافظ البنك المركزي رقم(3)بتاريخ16-3-1996، ص 21.
(3) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص 42.
(4) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 2002 ، ص79 .

جدول رقم (3 : 4) حجم الإصدارات من أذون الخزانة وأثرها على التضخم خلال الفترة (1995 -2007)

مليار ريال .

السنوات / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي
1- العرض النقدي منها (%)														
(أ) النقـــد منها %	66.11	58.13	55.76	53.98	54.63	52.1	50.2	46.1	43.58	42.58	42.16	41.32	38.69	
- العملة خارج البنوك	52	44.69	42.53	41.9	44.01	41.54	37.79	36	33.71	32.48	31.5	30.52	26.85	
- الودائع تحت الطلب	14.11	13.44	13.23	12.08	10.62	10.56	12.41	10.1	9.87	10.1	10.66	10.8	11.84	
(ب) شبه النقد منها	33.89	41.87	44.24	46.02	45.37	47.9	49.8	53.9	56.43	57.42	57.84	58.68	61.31	
- الودائع لأجل	6.94	11.34	11.37	9.91	8.06	8.8	8.94	11.81	13.41	16.16	14.44	14.15	17.85	
- ودائع الادخار	3.36	5.47	6.07	6.21	6.77	7.3	7.27	7.76	7.47	7.93	7.49	6.85	6.54	
- ودائع بالعملة الأجنبية	22.39	23.7	25.61	28.8	29.44	30.8	32.68	32.96	33.92	31.31	33.87	33.61	32.55	
- الودائع المخصصة	0.80	1.36	1.19	1.10	1.10	0.99	0.90	1.36	1.62	2.02	2.03	4.06	4.37	
2 – القيمة الاسمية لأذون الخزانة للمصدر والمعاد إصداره	1.99	41.9	114.2	190.6	255.6	282.5	275.8	304	420.9	669.8	838	1050	1287.5	
3- القيمة الفعلية لأذون الخزانة للمصدر والمعاد إصداره	1.95	39.4	107.7	180.2	235.2	267.3	261.6	289.3	398.4	633.8	790.3	991	1218	
4- التغير في الرصيد														
- التغير في رصيد الأذون بالقيمة الاسمية	1.99	39.9	72.3	76.4	65	26.9	6.7 -	28.2	116.9	248.9	168.2	212	237.5	
- التغير في رصيد الأذون بالقيمة الفعلية	1.95	37.45	68.3	72.5	55	32.1	5.7 -	27.7	109.1	235.4	156.5	200.7	227	
5- العائد الاستثماري لأذون الخزانة	0.04	2.5	6.5	10.4	20.4	15.2	14.2	14.7	22.5	36	47.7	59	69.5	
- المتوسط المرجح للعائد لفترة شهر%	23.59	22.4	---	---	—	---	---	—	---	—	---	—	---	
- المتوسط المرجح للعائد لفترة91 يوماً	—	25.8	16.1	11.5	20.57	14.2	13.2	11.6	12.9	13.8	14.9	15.7	15.9	
- المتوسط المرجح للعائد لفترة182 يوماً	---	26.7	16.2	11.65	20.5	13.8	13.1	12.2	13.1	13.8	14.9	15.7	15.9	
- المتوسط المرجح للعائد لفترة سنة	---	---	16.6	11.7	20.4	13.3	12.3	11.6	13.1	13.8	14.9	15.7	15.9	
6 – معدل التضخم	55.31	30.64	2.2	6	8.7	4.6	11.9	12.23	10.8	12.5	11.8	*21.63	**15.14	
7- معدل نمو العرض النقدي	48.5	8.6	10.7	11.7	13.8	25.1	18.7	18	19.97	15.04	14.4	28.8	17.4	19.3
8- معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي	5.67	4.63	5.23	6.01	3.78	6.18	3.80	3.94	3.75	3.97	5.59	*3.17	**3.61	4.56
9- مرونة الإفراط النقدي	8.5	1.96	2.05	1.95	3.65	4.06	4.9	4.57	5.3	3.79	2.58	9.09	4.8	4.2

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، بيانات صادرة عن إدارة الدين العام للفترة (1995 – 1998) ، بيانات غير منشورة .- البنك المركزي اليمني الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، النشرات الإحصائية المالية ،وهي نشرات ربع سنوية للأعوام 1996- 2003 م .أعداد متفرقة .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، وهي نشرات شهرية للأعوام(2006-2007) أعداد متفرقة . - وزراة التخطيط والتعاون الدولي , الجهاز المركزي للإحصاء ،كتاب الإحصاء السنوي ، أعداد متفرقة .
* أرقام تقديريه أولية . ** أرقام متوقعة . - حسابات الباحث .

وقد تواصلت إصدارات أذون الخزانة خلال عام 1997، وتم تخفيض سعر الفائدة تدريجياً نظراً لانخفاض معدل التضخم والعودة إلى نفس أسعار الفائدة التي كانت سائدة قبل 15-3-1996[1] حيث كانت متوسط أسعار الفائدة للعام 1997 وللآجال (91 يوماً ، 182 يوماً ، 364يوماً) على النحو التالي (16.1 % ، 16.2% ، 16.6 %) على التوالي، ومع ذلك الانخفاض في أسعار الفائدة إلا أن هذ ا السعر يفوق الفائدة التأشيرية بنقطة أو نقطتين مئويتين، وبلغ حجم المصدر والمعاد إصداره لعام 1997 وبالقيمة الفعلية (107.7)مليار ريال، وكانت نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد (22.8%) من إجمالي الإصدار، وكان من أهداف الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة سحب القوة الشرائية الزائدة في السوق وبما يؤدي إلى تخفيض حجم الطلب على السلع والخدمات ويساهم في تحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار المحلية، والحد من التضخم[2]، أدى ذلك إلى سحب جزء من السيولة الموجودة في السوق وبالتالي تحقيق معدل نمو للعملة المتداولة وبنسبة (5.3%) وهي نسبة معقولة، وهذا أدى إلى انخفاض معدل التضخم في عام1997 إلى(2.2) وهو أدنى مستوى للتضخم خلال فترة الدراسة .

- وهكذا تم استخدام أسعار الفائدة على أذون الخزانة والذي اتسم بالارتفاع والانخفاض، وكان الهدف سحب السيولة من السوق، ولكن ذلك الهدف لم يتحقق بالشكل المطلوب، ففي حيت ارتفعت أسعار الفائدة كمتوسط سنوي لعام 1999 إلى (20.5%)، لم يؤثر ذلك كثيراً على العملة خارج البنوك إلى إجمالي النقد، والتي ارتفعت إلى (44%)، بعد أن وصلت إلى(41.9%) في عام 1998 ساعدا ذلك في ارتفاع معدل التضخم إلى (8.7%) بعد أن كان (6%) في عام 1998، ومع انخفاض أسعار الفائدة، قابله تذبذب في نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد، واتسم مع ذلك معدل التضخم بالارتفاع والانخفاض، وارتفع في عام 2001 إلى (11.9%)، فعاود الإصدارمن أذون الخزانة خلال الفترة (2002-2007) ومع الحفاظ على الفائدة الموجبة والتي تزيد عن الفائدة التأشيرية بنقطة أونقطتين مئويتين[3]، حيث بلغ حجم الإصدارات بالقيمة الاسمية(304 ، 420.9 ، 669.8 ، 838 ، 1050 ، 1287.5)بالمليار ريال على التوالي، قابل ذلك انخفاض نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفرد خصوصاً خلال الفترة(2003 - 2007)وكما يتضح ذلك من بيانات الجدول (3 : 3)وكذلك بيانات الجدول (3 : 4) السابق يتضح أن أسعار الفائدة للفترة(2002- 2007) وللأجلين (91 ، 364) يوماً قد تراوحت بين(11.6%، 15.9%)وكانت

---

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ،التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر 2006 ، ص 21 .
(2) أحمد السماوي، أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية، مجلة دراسات اقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 139.
(3) أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره، ص 22 .

أسعار الفائدة للأجل(182) يوماً ما بين(12.2 % ، 15.9%) خلال نفس الفترة، ولكن ذلك لم يؤثر كثيراً على معدل التضخم حيث اتسم بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض، فقد كان في عام 2002(12.23)وانخفض إلى(10.8) في عام 2003، ثم عاود الارتفاع ووصل إلى أعلى مستوى له بمعدل(21.63)في عام2006خلال الفترة(1997-2007)، ومن أسباب ذلك ارتفاع صافي الأصول الخارجية للفترة(2001- 2007) بالمبالغ التالية (652.1 ،838.2 ،971.5 ،1117.6، 1271.4 ،1675 ،1734)على التوالي، وبالتالي ارتفاع العرض النقدي والذي وصل إلى أعلى مستوى نمو له في 2006 خلال الفترة(1996-2007)، وبمعدل(28.8%) ، ثم انخفض معدل التضخم في عام 2007 إلى (15.14)، وما ساعد في احتواء معدل التضخم هو ارتفاع إصدارات أذون الخزانة خلال الفترة(1996-2000)، واستحواذها على جزء من مدخرات الأفراد، ولكن التدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولارخلال الفترة(2001- 2007) بالمبالغ التالية (483 ، 520 ،628 ،740 ،1174 ،1145 ، 1267) بالمليون دولار كان له الأثر الكبيرعلى احتواء التضخم وبقائه في حدود معقولة خلال تلك الفترة، ومن استعراض بيانات الجدول(2: 5) في الفصل الثاني يلاحظ الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة، وارتفاع حجم المشاركة للقطاعات المختلفة(صناديق التقاعد، البنوك، المؤسسات العامة) وقد بلغ متوسط نسبة مشاركة تلك الجهات (90.5%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة خلال فترة الدراسة، وباستثناء القطاع الخاص والأفراد والتي بدأت بنسبة عالية، ثم أخذت بالانخفاض التدريجي خصوصاً خلال الفترة(2003-2007)بعد تصحيح الخطأ في تسجيل بعض المؤسسات ضمن هذا القطاع، ويوضح ذلك الجدول(3 :3)حيث تعكس تلك النسب ارتفاع حجم المشاركة لصناديق التقاعد والبنوك، وإلى حد ما المؤسسات العامة، وانخفاض تلك النسبة بالنسبة للقطاع الخاص والأفراد، وهي الفئة المستهدفة من سحب فائض السيولة النقدية من السوق، وكان سبب ارتفاع حجم مشاركة تلك الجهات هو مميزات أذون الخزانة المعطاه من الحكومة[1]، فكانت للنسبة الكبيرة لمشاركة تلك الجهات أثر سلبي على سحب السيولة من السوق، لأن تلك المشاركة عبارة عن قيود دفترية لدى البنك المركزي .

ـ ومن جهة أخرى ومما سبق استعراضه يتضح أن دور أذون الخزانة على التضخم كان إيجابياً في بداية سنوات الإصلاح، ويتضح ذلك من مقارنة معدل التضخم حيث انخفض بدرجة كبيرة ووصل إلى (2.2)في عام 1997، وهو أدنى مستوى له خلال فترة الدراسة، بسبب ارتفاع مشاركة القطاع الخاص والأفراد، بعد أن وصل إلى أكثر من(100%) في نهاية عام 1994،

[1] حسن ثابت فرحان ،أذون الخزانة البداية والنهاية هدف الانشاء ونهاية الاستخدام ، مجلة دراسات اقتصادية ،العدد(10) ربيع 2004 ،ص72

ولكن ومع استمرار إصدارات أذون الخزانة وارتفاع أسعار الفائدة بزيادة نقطة أو نقطتين مئويتين على الفائدة التأشيرية[1]، أدى ذلك إلى أن الفوائض المالية والتي يمتلكها القطاع المصرفي (البنوك التجارية) وصناديق التقاعد والمؤسسات والأفراد قد توجهت إلى الاستثمار في أذون الخزانة، والنتيجة مزاحمة القطاع الخاص في موارد الاستثمار، مما أدى إلى تباطؤ معدلات الاستثمارات الخاصة، وبالتالي اختناق العرض المحلي من السلع والخدمات خصوصاً خلال الفترة(2002-2007) مما أدى إلى ارتفاع مستوى الضغوط التضخمية على الأسعار.

ـ ومن ناحية أخرى وبمقارنة نمو عرض النقود بمعدل نمو الناتج الحقيقي والذي يوضح مرونة الإفراط النقدي، وبالتالي مستوى الضغوط التضخمية على الأسعار خلال الفترة(1995- 2007) وبالنظر في الجدول السابق(3 : 4) يتضح أن معدلات النمو بالنسبة للعرض النقدي قد انخفضت ولكن انخفاض وتدني معدلات نمو الناتج الحقيقي كان أكبر، حيث بلغ متوسط معدل نمو العرض النقدي خلال الفترة(1995-2007) نحو (19.3%) بينما كان متوسط معدل نمو الناتج الحقيقي نحو (4.8%) للفترة نفسها، أي أن معامل مرونة الإفراط النقدي هو(4.2) وهو رقم مرتفع[2]، الأمر الذي أدى إلى زيادة الضغوط التضخمية على الأسعار وخصوصاً في السنوات الأخيرة خلال الفترة (2001-2007)، حيث بلغ معدل التضخم أعلى مستوى له خلال فترة الدراسة بنحو(21.63) في العام 2006 .

ـ وفي رأي الباحث فإن استخدام أذون الخزانة في سحب فائض السيولة النقدية لدى القطاع الخاص والأفراد إلى إجمالي العملة المتداولة خارج البنوك كانت بنسبة متوسطة (0.25%) خلال الفترة(1996-2002)، فكان تأثير ذلك على التضخم إيجابياً في بداية سنوات الإصلاح، ويتضح ذلك من مقارنة معدل التضخم حيث انخفض بدرجة كبيرة ووصل إلى (2.2) في عام 1997،ولكن تلك النسبة للقطاع الخاص والأفراد انخفضت خلال الفترة (2003-2007) وبنسبة متوسطة (0.11) إلى إجمالي العملة المتداولة خارج البنوك، فكانت تلك النسبة متواضعة، ويعود سبب ذلك التسجيل الخاطئ لبعض المؤسسات ضمن هذا القطاع في السنوات السابقة لعام 2002، وتم تسوية ذلك الخطأ في عام 2003، ولم تكن تلك النسبة بالمستوى المطلوب من استخدام إصدارات أذون الخزانة، وكانت متوسط نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد خلال فترة الدراسة (9.4%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة وهي نسبة متدنية مقارنة ببقية القطاعات، مع العلم أن القطاع الخاص والأفراد هو القطاع المستهدف من إصدارات

---

(1) أحمد السماوي"تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 22 .

(2) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ،مجلة كلية التجارة والاقتصاد ،ص 38 .

أذون الخزانة في سحب فائض السيولة النقدية، ومن الناحية الأخرى كان نسبة مشاركة صناديق التقاعد والبنوك والمؤسسات العامة تأخذ النسبة الأكبر بما يقارب (90.5%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة خلال فترة الدراسة، وكانت مشاركة تلك الجهات في الغالب مجرد قيود دفترية لأرصدة لدى البنك المركزي، وبالتالي فقد كان تأثيرها على السيولة المحلية ضعيفاً، مما جعل معدل التضخم يتذبذب بين الارتفاع والانخفاض ولم يتسم ذلك المعدل بحالة الاستقرار خلال الفترة(2001 -2007)، حيث ارتفع معدل التضخم إلى (21.63) في عام 2006، وهوأعلى مستوى له خلال الفترة(1997-2007) ثم انخفض إلى (15.14)في عام2007 ومن اسباب ذلك الانخفاض ارتفاع مشاركة القطاع الخاص والأفراد بالاستثمار في أذون الخزانة بنسبة(0.11) إلى العملة خارج البنوك وكانت تلك النسبة(0.09) في العام السابق وكذلك تدخل البنك بائعاً للدولار، ومع كل ما سبق ذكره، إلا أن معدل التضخم كان في حدود معقولة مقارنة بالفترة السابقة لبرنامج الإصلاح ويرجع ذلك إلى عدة أسباب، فإلى جانب استخدام أذون الخزانة قام البنك بالتدخل النشط بائعاً للدولار خلال الفترة (2001-2007) بالمبالغ التالية(483 ، 520 ،628 ،740 ،1174 ، 1145 ،1267) بالمليون دولارعلى التوالي، وهذا ساعد على احتواء التضخم وبقائه في حدود معقولة، ومن الأسباب أيضاً استخدام البنك لنسبة الاحتياطي على العملة المحلية ومنح سعر فائدة على تلك الاحتياطيات حيث كان البنك في الفترة قبل برنامج الإصلاح يدفع فوائد الاحتياطي بالعملات الأجنبية فقط، وقد تم تفعيل هذه الأداة، ومنذ عام 1996 بدأ البنك بدفع فوائد على الاحتياطي بالعملات المحلية، وقد شهدت الفوائد المستحقة للاحتياطيات بالعملة المحلية ارتفاعاً من (5 %)عام 1996 إلى (20 %) عام 1999، ثم انخفضت إلى (18 %) منذ عام 2000، ولكنها ارتفعت ما بين (20 % - 30 %) في عام 2005، وكانت (20 %) في عام 2006، وهذا أدى إلى ارتفاع أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي من (39975.1)[1] مليون ريال في عام 1995 إلى (190156)[2] مليون ريال في عام 2007، كل ذلك أدى إلى استقطاب جزء كبير من السيولة الزائدة في السوق مما ساعد في تخفيف ارتفاع معدل التضخم وبقائه في حدود معقولة.

(1) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 1997 ، ص 102.
(2) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 2007 ، ص70 .

المبحث الرابع

(3 : 4) سعر الصرف ودور أذون الخزانة في استقرار سعر صرف الريال اليمني:

(3 : 4 : 1) المفاهيم الأساسية لسعر الصرف :

تعتبر أسعار الصرف أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العالم، وفي الوقت نفسه يلعب سعر الصرف دوراً بارزاً في قدرة الاقتصاد التنافسية، وبالتالي في وضع ميزان المدفوعات، وفي معدلات التضخم والنمو الحقيقي[1] .

أولاً : تعريف سعر الصرف الأجنبي :

هو عدد الوحدات التي يتوجب دفعها بعملة بلد ما للحصول على وحدة نقدية واحدة من عملة بلد آخر[2] .

ثانياً : سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف التوازني وسعر الصرف الحقيقي :

سعر الصرف الاسمي : هو مقدار ما يدفع من عملة محلية للحصول على وحدة نقدية من عملة أجنبية في سوق الصرف الأجنبي خلال وقت محدد[3]، أي أنه سعر الصرف الذي يسود في الأسواق المالية لتبادل العملات خلال فترة معينة .

أما سعر الصرف الحقيقي : فيشير إلى نسبة مبادلة الموارد المحلية القابلة للتصدير بالمواد الخارجية وفقاً لمبدأ التكاليف النسبية المقدرة بالعملات الوطنية للبلدان محل التعامل[4] .

إذاً يعرف سعر الصرف الحقيقي بأنه مقدار ما يضحى به من السلع والخدمات التي يتوجب على المشترين اقتطاعها عندما يستخدمون عملتهم الوطنية لشراء وحدة نقدية من عملة أخرى.

وأما سعر الصرف التوازني : فقد عرفه نيركس (Nurkse) بأنه السعر الذي ينشأ عنه التوازن في ميزان المدفوعات .

---

(1) علي توفيق الصا دق ، نبيل عبدالوهاب لطيفة ، سياسات وإدارة أسعار الصرف ، القضايا ، الخيارات ،والمضامين ،سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية(21-25)سبتمبر 1997 ، أبوظبي ،ص 15 .

(2) Keith Pilbeam ,International Finance ,Second edition (London : Macmillan price ltd 1998) , p. 4

(3) Nominal exchange rate David N.Hyman,Economic ,4th edit.(NEW YORK:McGraw-Hill Companies,1997).p.812.

(4) مطهر سيف أحمد نصر ، التقلب في أسعار صرف العملات القابلة للتحويل وسبل مواجهته في الاقتصاد الإسلامي ، رسالة دكتوراه ، جامعة أم القرى ، المملكة العربية السعودية (2001-2002) ،ص 3 .

ثالثاً : تطور سعر الصرف في الجمهورية اليمنية :

- خلال الفترة (1972-1982) ارتبط الريال اليمني بعلاقة ثابتة مع الدولار، حيث طبق خلال هذه الفترة نظام سعر الصرف الثابت .

- وخلال الفترة (1983-1989) أصبح النظام المتبع هو نظام سعر الصرف الثابت الخاضع للتغيير تدريجياً.

- أما الفترة (1990- 1994) حيث مثلت هذه الفترة أسوأ اضطراب لنظام سعر الصرف، وتزامن مع ذلك ازدواجية نظام سعر الصرف (النظام الثنائي)، والتقلبات الشديدة لسعر الصرف في السوق الموازي[1]، وكما تم استعراض ذلك في الفصل الأول المبحث الأول.

- وفي إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، وفيما يتعلق بإصلاحات سعر الصرف، عمل البنك المركزي على تنفيذ استراتيجية تتضمن إلغاء أسعار الصرف المتعددة، واستخدام نظام سعر الصرف الموحد العائم، المستند على آلية العرض والطلب في السوق .

ولبلوغ هذا الهدف اتخذ البنك المركزي اليمني نهجاً يتكون من مرحلتين[2] :

المرحلة الأولى: تحرير أسعار الصرف في البنوك التجارية (مارس 1995) .

المرحلة الثانية : الانتقال التدريجي بسعر الصرف الرسمي نحو التحرير والتوحيد وذلك من خلال التخفيض التدريجي للسعر (حيث تم ابتداءً من أول إبريل 1995 بالتخفيض من 12 ريالاً \ للدولار إلى 50ريالاً \ للدولار، وابتداءً من 20 يناير 1996 التخفيض من 50 ريالاً \ للدولار إلى 100ريال \ للدولار)، وإلغاء جميع أسعار الصرف الرسمية الأخرى .

وتم الانتقال إلى سعر الصرف الموحد العائم الذي يحدده العرض والطلب ابتداءً من 15 يوليو 1996.

وأصبحت المعاملات كافة تتم بالسعر الذي يحدده السوق[3].

---

(1) محمد أحمد الأفندي ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية ،مرجع سبق ذكره ، ص 109 .

(2) ياسين شرف القد سي ، محمدسعد الروضي ، سياسات وإدارة أسعار الصرف ، القضايا ، الخيارات ،والمضامين ،سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية(21-25)سبتمبر 1997،أبوظبي ،ص 402 .

(3) أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(3 : 4 : 2) دور أذون الخزانة في استقرار سعر صرف الريال اليمني :-

لاحظنا مدى التدهور الشديد الذي حصل لسعر صرف العملة المحلية (الريال اليمني) أمام العملات الأجنبية، خصوصاً خلال الفترة قبل تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي(1990-1994)، حيث اتسم نظام سعر الصرف بالازدواجية (النظام الثنائي) وهما : سعر الصرف الرسمي والذي تعددت فيه أسعار الصرف، وسعر الصرف الموازي، والذي حصل فيه تدهور لسعر الصرف للعملة المحلية الأمر الذي جعل الحكومة تضع في سلم أولوياتها إصلاح نظام سعر الصرف، حيث قامت السلطات النقدية في بداية تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي(مارس 1995) بأول خطوة، نحو إصلاح نظام سعر الصرف، وتمثلت تلك الخطوة بتحرير أسعار الصرف في البنوك التجارية، ثم قامت في بداية إبريل 1995 بأول تخفيض لسعر صرف العملة المحلية أمام الدولار، حيث انخفض السعر الرسمي من(12ريالاً\ للدولار) إلى(50 ريالاً\ للدولار)، ومع ارتفاع الفجوة بين السعر الرسمي (50ريالاً\للدولار) وسعر السوق (131ريالاً\دولار) جرى تعديل آخر لسعر الصرف في يناير1996، تم بموجبه تحديد سعر الصرف الرسمي بمعدل(100ريال \للدولار) وإلغاء جميع أسعار الصرف الرسمية المتعددة والتى كانت سارية في الفترة قبل برنامج الإصلاح.
وفي خطوة أكثر جراءة ورغبة في غلق الفجوة بين سعر الصرف في السوق الرسمي ونظيره في السوق الموازي، قام البنك المركزي في يوليو1996 بتعويم سعر صرف العملة المحلية كما سبق ذكره، وكان قرار التعويم أحد العناصر الأساسية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، والهدف من قرار التعويم تعزيز آلية السوق في تحديد الأسعار(1)، وتخصيص الموارد وتحرير التجارة من العوائق والقيود الكمية والإدارية بالإضافة إلى تقوية ميزان المدفوعات، باعتبار أن سعرالصرف يمثل أداة رئيسية لتحقيق التوازن الخارجي، وأيضاً يعتبر الحفاظ على أسعار صرف حقيقية شرطاً مسبقاً لزيادة النمو والمحافظة على المركز التنافسي للدولة .
وقامت الدولة بإصدار أذون الخزانة، ومن أهدافها التأثير في استقرار سعر الصرف، وتأثيرها الواضح سوف يكون من خلال تمويل المشاريع الاستثمارية، وبالتالي زيادة الصادرات وتخفيض الواردات في المشاريع الإنتاجية، والتأثيرعلى الطلب على الدولار والذي سيسهم في استقرار سعر الصرف للريال اليمني أمام العملات الأخرى وخصوصاً الدولار، ولكن ذلك لم يتحقق وكما سيرد ذكرفي الفصل الخامس، وعليه سيتم استعراض معدل الدولرة كنسبة إلى إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية وكنسبة إلى العرض النقدي (السيولة المحلية)، وكذلك استعراض سعر الصرف

(1) نزارعبدالله باصهيب ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد(10) ، ربيع 2004 ، ص 96 .

الرسمي للدولار الأمريكي مقابل الريال اليمني، ومدى فاعلية أذون الخزانة في تحقيق استقرار سعر الصرف للريال اليمني مقابل الدولار، بحكم أن عملة الدولار هي العملة الأكثر تداولاً في العالم والتي يتم التعامل بها بشكل واسع في الاقتصاد اليمني، ومن خلال استعراض تاثير أسعار الفائدة العالية لأذون الخزانة على أسعار الصرف، تأتي من أن هذه النسب المرتفعة للفائدة على أذون الخزانة بالعملات المحلية مقارنة بنسب الفائدة على العملات الأجنبية الأخرى سوف تغري أصحاب المدخرات بالعملات الأجنبية إلى تحويل تلك المدخرات وخصوصاً الدولار الأمريكي إلى مدخرات بالريال اليمني للاستفادة من أسعار الفائدة العالية على أذون الخزانة بالعملة المحلية، وهنا يتبين لنا من خلال مجموعة الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي اليمني للتأثير على حجم الودائع الأجنبية وذلك من خلال مجموع قراراته، ففي تاريخ 10-5-1997 أصدر البنك المركزي القرار رقم(131) وفيه حدد للودائع الأجنبية أسعار فائدة مساوية للأسعار في السوق الدولية ناقصاً نصف نقطة مئوية واحدة[1]، وفي 18-10-1998 صدر قرار محافظ البنك رقم(4) حدد فيه أن تكون أسعار الفائدة على العملات الأجنبية حرة لدى البنوك التجارية وتحديدها على الآجال المختلفة وفقاً لمقتضيات عملها، وبالنسبة للفائدة على الودائع والسلفيات بالريال اليمني فقد تم تحريك أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً بحسب متطلبات الأحوال، وكما يوضح ذلك الجدول التالي (3 :5) ففي يوليو 1995 رفعت أسعار الفائدة على ودائع الريال ما بين (20-22 %)، وتم تحرير أسعار الفائدة على السلفيات لدى البنوك (25-30 %)[2]، وكانت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية تمثل نسبة (51.2%) لعام 1995 ونسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي (22.4%) أما سعر الصرف فكان ثابتاً عند (50.04) ريالاً للدولار الواحد، وفي مارس 1996 تم رفع أسعار الفائدة على كافة أنواع الودائع لتتراوح ما بين (25-27 %)، وتبعاً لذلك ارتفعت فوائد السلفيات لدى البنوك بحدود(27-37 %)، وفي يوليو1996 تم تعويم سعر صرف الريال اليمني مقابل العملات الأجنبية بحيث يتحدد بحسب سعر السوق[3]، وفي أواخر عام 1996 تم تخفيض الفائدة التأشيرية لتتراوح ما بين (20 - 22) %، وانخفضت تبعاً لذلك فوائد السلفيات لدى البنوك وبحدود (25-32%)[4]، وكان متوسط أسعار الفائدة السنوية في عام 1996 على أذون الخزانة للأجلين (91 ،182) يوماً على النحو التالي(25.8، 26.7%) على التوالي، ساعد ذلك في انخفاض نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى

(1) المرجع السابق نفسه ، ص 97 .
(2) قرار محافظ البنك المركزي رقم (7) بتاريخ 3\7\1995، تم رفع أسعار الفائدة على الودائع وتم تحرير أسعار الفائدة على السلفيات.
(3) البنك المركزي الميني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، ديسمبر 2007،ص37.
(4) قرار محافظ البنك المركزي اليمني رقم (3) بتاريخ 16\3\1996 تم رفع أسعا رالفائدة على كافة انواع الودائع بخمس نقاط مئوية .

كل من إجمالي الودائع والعرض النقدي وبالنسب(41.3 ،23.7) على التوالي، وكان سعر الصرف كمعدل سنوي بمبلغ(128.18)ريالاً للدولار وتم إلغاء جميع أسعار الصرف الرسمية المتعددة خلال تلك الفترة، وفي عام 1997 تم تخفيض الفائدة التأشيرية ثلاث مرات كما يلي (14-12-11%)[1]، وكان متوسط أسعار الفائدة السنوية على أذون الخزانة قد انخفض للآجال (91 ، 182 ، 364) يوماً كما يلي (16.1 ،16.2 ،16.6) على التوالي، ساعد ذلك إلى معاودة ارتفاع نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى كل من إجمالي الودائع والعرض النقدي وبالنسب(46.1، 25.6) على التوالي، وارتفع سعر الصرف كمتوسط سنوي إلى(129.28)ريالاً للدولار، وهو معدل في حدود مقبولة مقارنة بسعر الصرف لعام 1996 والذي كان بمعدل(128.18) ريالاً للدولار، وهكذا تم استخدام أسعار الفائدة التأشيرية صعوداً وهبوطاً وكذلك الحال بالنسبة لأسعار الفائدة على أذون الخزانة لأغرى أصحاب المدخرات بالعملات الأجنبية إلى تحويل تلك المدخرات وخصوصاً الدولار الأمريكي إلى مدخرات بالريال اليمني[2]، ففي مارس1999 تم رفع الفائدة إلى(17%) وفي يونيو من نفس العام تم رفع سعر الفائدة إلى(20%)، وكان متوسط أسعار الفائدة السنوية على أذون الخزانة وللثلاثة الآجال قد ارتفعت وعلى النحو التالي (20.57 ، 20.5 ، 20.4) على التوالي، ومع ذلك ارتفعت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية لدى البنوك إلى كل من إجمالي الودائع والعرض النقدي وكما يلي (52.6 ، 29.4) على التوالي، وارتفع متوسط سعر الصرف لعام1999 إلى (155.75) ريالاً للدولار، وهذا يؤكد الهروب من الاحتفاظ بالعملة المحلية والاحتفاظ بتلك الودائع بالعملات الأجنبية نظراً لاهتزاز الثقة بالعملة المحلية، وهذا يدل على أن أسعار الفائدة المرتفع على أذون الخزانة لم يستفد منها إلا بحدود بسيطة، وأما في عام 2000 تم التخفيض التدريجي لأسعار الفائدة التأشيرية إلى(15 %) ثم إلى (13 %)[3]، وكان متوسط أسعار الفائدة السنوية على أذون الخزانة للثلاثة الآجال (91 ، 182 ، 364) يوماً وبالنسب (14.2 ، 13.8 ، 13.3) على التوالي، وكانت نسبة الدولرة إلى إجمالي الودائع وإلى العرض النقدي تأخذ النسب التالية(51.1 ، 30.8)، وارتفع متوسط سعر الصرف السنوي إلى (161.73) ريالاً للدولار.

---

(1) البنك المركزي الميني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر2007 ،ص21.
(2) نفس المرجع السابق ، نفس الصفحة .
(3) أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

أما في الفترة (2001 -2007) تم اعتماد سعر الفائدة التأشيرية وبحدود(13%) أما سعر الفائدة على السلفيات فقد تراوحت ما بين(15- 21 %)[1]، وتبعاً لهذا التذبذب في سعر الفائدة التأشيرية صعوداً وهبوطاً كانت الفائدة على القروض والسلفيات تتذبذب أيضاً صعوداً وهبوطاً، وكانت أسعار الفائدة على أذون الخزانة تأخذ المسار التالي، ففي عام 2001 كان متوسط أسعار الفائدة السنوية قد انخفضت قليلاً للآجال (91 ، 182 ، 364) يوماً وبالنسب(13.2 ، 13.1 ،12.3) على التوالي، وارتفعت نسبة الدولرة إلى إجمالي الودائع وإلى العرض النقدي وكما يلي (52.7 ، 32.7)، وكان متوسط سعر الصرف قد ارتفع إلى (168.69)ريالاً للدولار، وهكذا كان يتم استخدام أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً بحسب متطلبات الحال، حيث ارتفع أسعار الفائدة على أذون الخزانة كمتوسط سنوي، وبصورة تدريجية من(11.6%) في عام 2002 إلى (15.9%) في عام 2007، وكانت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى كل من الودائع لدى البنوك وإلى العرض النقدي قد انخفضت من (51.3، 33) في عام 2002، إلى (44.2، 32.5) في عام 2007، وكان سعر الصرف قد ارتفع من(175.62ريالاً) للدولار في عام 2002، إلى (198.95ريالاً) للدولار في عام 2007 .

---

[1] البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، مارس 2008م ،ص 13 .

جدول رقم (3 : 5)معدل الدولرة كنسبة إلى كل من (الودائع لدى البنوك التجارية وإجمالي العرض النقدي) وأسعار الفائدة على أذون الخزانة خلال الفترة(1995-2007)

التاريخ	نسبة الدولرة إلى إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية	نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي	المتوسط المرجح للعائد لفترة 91يوما %	المتوسط المرجح للعائد لفترة 182يوما %	المتوسط المرجح للعائد لفترة سنة %
1995	51.2	22.4			
1996	41.3	23.7	25.8	26.7	
1997	46.1	25.6	16.1	16.2	16.6
1998	51.3	28.8	11.5	11.65	11.7
1999	52.6	29.4	20.57	20.5	20.4
2000	51.1	30.8	14.2	13.8	13.3
2001	52.7	32.7	13.2	13.1	12.3
2002	51.3	33	11.6	12.2	11.6
2003	50.3	33.9	12.9	13.1	13.1
2004	46.1	31.3	13.8	13.8	13.8
2005	49.7	33.9	14.9	14.9	14.9
2006	48.5	33.6	15.7	15.7	15.7
2007	44.2	32.5	15.9	15.9	15.9

المصدر : - البنك المركزي اليمني ،نشره إحصائية فصلية ، أكتوبر –ديسمبر 2000م .

- البنك المركزي اليمني ،نشره إحصائية فصلية ، يناير – مارس 2003م .

- البنك المركزي اليمني، التقارير السنوية، أعداد متفرقة.

- البنك المركزي اليمني، التطورات النقدية والمصرفية، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، مارس 2008

حسابات الباحث.

جدول رقم (3 : 6) سعر الصرف الرسمي للريال اليمني مقابل الدولار الامريكي خلال الفترة(1995-2007)

التاريخ	سعر صرف الريال مقابل الدولار ريال/دولار
1995	50.04
1996	128.18
1997	129.28
1998	135.88
1999	155.75
2000	161.73
2001	168.69
2002	175.62
2003	183.45
2004	184.78
2005	191.42
2006	197.05
2007	198.95

المصدر : - البنك المركزي اليمني ،نشره إحصائية فصلية ، أكتوبر – ديسمبر2000م

- البنك المركزي اليمني ، التقارير السنوية ، أعداد متفرقة .

مما سبق يتضح أن البنك المركزي قد استخدم أسعار الفائدة التأشيرية في الغالب لتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف للريال اليمني، وكعامل جذب لمدخرات الريال لدى البنوك لاسيما والبنوك تعيد استثمار جزء من هذه الودائع في أذون الخزانة والتي يكون عائدها غالباً الفائدة التأشيرية زائد نقطة أو نقطتين مئويتين[1]، ولقد كان البنك المركزي اليمني يأخذ بعين الاعتبار نسبة التضخم السائدة حرصاً على أن يكون سعر الفائدة على الريال موجباً وحتى لا يتم الهروب إلى الادخار بالعملات الأجنبية،

[1] أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 22 .

ولكن يتضح من بيانات الجدول السابق (3 : 5) بأن ظاهرة الدولرة لا زالت تمثل مشكلة للاقتصاد اليمني وذلك من خلال استعراض البيانات التالية :

- مثلت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية نسبة(51.2%) في عام 1995، وانخفضت إلى (41.3% ، 46.1%) في العامين (1996، 1997) على التوالي، ولكن عاودت تلك النسبة بالارتفاع والانخفاض وبنسب ضئيلة خلال الفترة (1998-2003)، حيث وصلت إلى أقصى نسبة لها خلال فترة الدراسة في عام 2001 وبنسبة (52.7%) من إجمالي الودائع، ثم انخفضت إلى(46.1%) في عام 2004، وعاودت تلك النسبة بالارتفاع إلى(49.7%) في عام 2005، ثم انخفضت إلى (44.2%) في عام 2007.

- يتضح من الاستعراض أعلاه أن نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي الودائع لا زالت في حدود مرتفعة ومع أنها انخفضت إلى (44.2%) في عام 2007 بعد أن كانت (51.2%) في العام 1995، ومع ذلك لازال الوضع يحتاج إلى إجراءات نقدية تعزز من غرس الثقة في العملة المحلية .

- ومن ناحية أخرى يوضح الجدول (3 : 5) نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي (السيولة المحلية)، حيث كانت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي العرض النقدي تمثل نسبة (22.4%) في عام 1995 ثم أخذت تلك النسبة بالارتفاع تدريجياً حتى وصلت نسبة الودائع بالعملات الأجنبية إلى إجمالي العرض النقدي(33.9%) في عام 2003، وانخفضت قليلاً إلى (31.3%) في عام 2004، ثم عاودت الارتفاع ووصلت إلى (33.9%) في عام 2005، وانخفضت تلك النسبة قليلاً إلى (33.6% ، 32.5%) في العامين(2006 ، 2007) على التوالي، يتضح مما سبق أن نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي لا زالت بنسبة عالية، وهذا يوضح أن تلك النسبة لا زالت تمثل مشكلة للاقتصاد اليمني بسبب عدم الثقة في العملة المحلية .

- وبالمقابل يجب الانتباه إلى أسعار الفائدة المرتفعة على أذون الخزانة والتي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الاقتراض من البنوك التجارية، وبالتالي استقطابها لجزء كبير من السيولة المحلية ومنافسة الحكومة للقطاع الخاص من خلال استثمار تلك المدخرات في أذون الخزانة بدلاً من استثمارها في الجانب الحقيقي والمطلوب لعملية التنمية، وهذا بالتأكيد سيؤدي إلى اختناق العرض المحلي من السلع والخدمات، وبالتالي التوجه إلى الاستيراد وارتفاع الطلب على العملات الأجنبية، والنتيجة ارتفاع أسعار الصرف، وعليه فإن الوضع الاقتصادي يحتاج إلى مزيد من الإجراءات لتدارك تدهور سعر الصرف للعملة المحلية أمام العملات الأجنبية، ويوضح الجدول

رقم (3 : 6) سعر الصرف الرسمي للريال اليمني مقابل الدولار الأمريكي حيث يظهر حالة عدم الاستقرار في سعر الصرف خلال الفترة (1995-2007) .

ــ ويرى الباحث أنه ومع قيام البنك المركزي بإصدارات أذون الخزانة كوسيلة لامتصاص السيولة النقدية بالعملة المحلية، حيث أسهمت هذه الوسيلة في سحب المدخرات النقدية عن طريق ارتفاع أسعار الفائدة، والتي أسهمت بطريقة غير مباشرة من خلال استقطاب جزء من المدخرات بالعملات الأجنبية إلى مدخرات بالعملة المحلية في تحقيق استقرار سعر صرف الريال اليمني مقابل الدولار الأمريكي[1]، ويتضح من بيانات الجدول السابق (3 : 6) أن سعر الصرف للريال اليمني مقابل الدولارالأمريكي للفترة (1997-2007) قد ارتفع من (129.28 ريالاً \ للدولار) في عام 1997 وهو أدنى مستوى له خلال هذه الفترة، ووصل إلى (198.95 ريالاً \ للدولار) كمعدل سنوي في عام 2007، حيث يلاحظ ارتفاع أسعار الصرف سنوياً ولكنه في حدود مقبولة إلى حد ما، ولكن ينبغي التنويه إلى أن أبرز العوامل التي أسهمت في تحقيق استقرار سعر الصرف والتي جاءت معززة لدور أذون الخزانة هي :

- تراكم احتياطي الدولة من النقد الأجنبي الناجم عن زيادة قيمة حصة الحكومة من صادرات النفط والتدخل النشط للبنك المركزي اليمني في التدخل بائعاً للدولار، حيث بلغت مبيعات البنك المركزي من الدولار خلال الفترة(2001 – 2007)بالمبالغ التالية (483 ، 520 ،628 ، 740 ،1174 ،1145 ، 1267) بالمليون دولار، وهذا ساعد في سحب السيولة بالعملة المحلية من السوق والذي أدى إلى مداركة المضاربة على العملات الأجنبية، وبالتالي تخفيف ارتفاع أسعار الصرف للريال اليمني مقابل العملات الأجنبية .

ـ زيادة نسبة الاحتياطي على الودائع بالعملات المحلية والأجنبية وخصوصاً خلال الفترة (2003-2006)، حيث كان البنك في الفترة قبل برنامج الإصلاح يدفع فوائد الاحتياطي بالعملات الأجنبية فقط، وقد تم تفعيل هذه الأداة، ومنذ عام 1996 بدأ البنك بدفع فوائد على الاحتياطي بالعملات المحلية، وقد شهدت الفوائد المستحقة للاحتياطيات بالعملة المحلية ارتفاعاً من (5%) عام 1996 إلى (20%) عام 1999، ثم انخفضت إلى (18 %) منذ عام 2000، ثم ارتفعت ما بين (20 – 30 %) في عام 2005، وكانت (20 %) في عام 2006، وهذا أدى إلى ارتفاع أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي من (42170.5) مليون ريال في

[1] أشرف حلمي سلامة، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية للفترة(1991\ 92 – 2005 \ 2006)، رسالة ماجستير في الاقتصاد ، كلية التجارة ،جامعة عين شمس ،2007 . ص77 .

عـام 1995 إلـى (146038) مليون ريـال فـي عـام 2006، ثـم ارتفـع رصـيد البنـوك لـدى البنـك المركـزي إلى (190156) مليـون ريـال فـي عـام 2007 وهذا سـاعد فـي سـحب جـزء مـن الـسيولة بالعملة المحليـة مـن الـسوق، وبالتـالي تخفيـف ارتفـاع سعر صـرف الريـال اليمنـي مقابل العمـلات الأجنبية .

- رفـع أسـعار الفوائـد علـى الودائـع بالريـال واسـتخدام أذون الخزانـة كوسيلة لامتـصاص الـسيولة النقدية بالريال وكما سبق ذكره.

أضـف إلى ذلك كان هنـاك جوانب ساعدت الحكومة في السيطرة على تحقيـق سـعر الـصرف، ومـن هذه الجوانب المؤثرة علـى جانب الطلب للعمـلات الأجنبيـة هـي إعفـاء اليمن من مقدار كبيـر مـن الديون الخارجية وخصوصـاً (في نادي باريس)، وإعادة جدولـة الجـزء المتبقـي مـن ديـون اليمن، وتأجيـل مـدفوعات الأقـساط ، وانخفـاض الطلـب علـى العمـلات الأجنبيـة نتيجـة لـدخول الاقتـصاد مرحلـة ركـود، وكـان للعوامـل المـذكورة أعـلاه أثـر كبيـر فـي التـدارك لعمليـة الاسـتقرار لأسـعار الصرف للريال اليمني مقابل الدولار والعملات الأخرى، وعليه فإن الوضـع الاقتـصادي يحتاج إلى مزيد من الإجراءات لتدارك تدهور سعر الصرف للعملة المحلية أمام العملات الأجنبية، وبالمقابل يجب أخذ الحـذر مـن الاسـتمرار فـي إصـدارات أذون الخزانـة وارتفـاع أسـعار الفائـدة عليهـا والتـي ستؤدي إلـى ارتفـاع تكلفـة الاقتـراض مـن البنـوك التجاريـة، وبالتـالي اسـتقطابها لجـزء كبيـر مـن الـسيولة المحليـة ومنافسة الحكومـة للقطـاع الخـاص مـن خـلال اسـتثمار تلـك المـدخرات فـي أذون الخزانة بدلاً من استثمارها في الجانب الحقيقي والمطلوب لعملية التنمية، وهذا بالتأكيد سيؤدي إلـى اختناق العرض المحلي من السلع والخدمات، وبالتالي التوجه إلـى الإسـتيراد وارتفـاع الطلـب علـى العملات الأجنبية، والنتيجة ارتفاع أسعار الصرف، وعليه يجب وضـع حـد للإصـدارات مـن أذون الخزانة علـى الوضـع القـائم عليـه واستخدام سندات حكوميـة ذات آجـال متوسـطة وطويلـة المـدى، وتوجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية والمطلوبة لعملية التنمية، وبالتالي ارتفاع العرض المحلي من السلع والخدمات وانخفاض الاستيراد من الخارج، وهذا سيؤدي إلى انخفاض الطلب على العملات الأجنبية والذي سيساعد في تخفيف ارتفاع أسعار الصرف للعملات الأجنبية أمام العملة المحلية.

الفصل الرابع

العبء الاقتصادي والمالي لسياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية

المبحث الأول :

عبء سياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995-2007).

(4 : 1 : 1) عبء تراكم المديونيه العامة الداخلية .

(4 : 1 : 2) عبء امتصاص المدخرات المحلية وعدم استخدامها الاستخدام الأمثل .

المبحث الثاني :

مؤشرات خطورة الدين العام المحلي في اليمن .

(4 : 2 : 1) معدل نمو الدين المحلي مقابل معدل نموالناتج المحلي الإجمالي .

(4 : 2 : 2) نسبة الدين العام المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي .

(4 : 2 : 3) نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى سعر الفائدة على الدين العام المحلي .

الفصل الرابع

(العبء الاقتصادي والمالي لسياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية)

تمثل المديونية العامة القائمة في لحظة معينة حجم الاقتراض السابق لتلك اللحظة والذي لم يسدد بعد، وتنقسم المديونية العامة إلى (المديونية العامة الداخلية، والمديونية العامة الخارجية) ولن نتعرض في هذا المجال لقضية المديونية العامة الخارجية، لأن ذلك يخرج عن هدف الدراسة، وسوف نبحث في هذا الفصل من الدراسة قضية المديونية العامة الداخلية وخصوصاً (أذون الخزانة) (T.bills) والتي هي مجال دراستنا، ويرتبط ذلك بظاهرة عجز الموازنة الحكومية في كل سنة مالية فيزيد ويتقلص بتخفيضه[1]، ويعتبر هذا الدين من القضايا المفروضة على جدول أعمال إصلاح السياسات الاقتصادية بكل دولة نامية في كل سنة مالية نظراً لطبيعته الهيكلية، وآثاره السلبية غير المرغوب فيها وغير المسموح بها نتيجة دوره في إضعاف قدرة الدولة في تقديم الخدمات العامة السيادية والاجتماعية والاقتصادية بالكم والكيف المطلوب.

وتقترض الحكومات من السوق المحلية إما من المصارف التجارية أو المصرف المركزي، أو من المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى بالإضافة إلى الجمهور[2] .

وبالنسبة لليمن فقد عانت من مشكلة المديونية الداخلية خصوصاً خلال الفترة(1990-1994)، نتيجة للعجز المستمر في الموازنة العامة خلال تلك الفترة، وكان يتم تمويل ذلك العجز عن طريق اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد[3]، ونتيجة لذلك ارتفعت مديونية الحكومة الداخلية الصافية للبنك المركزي اليمني من (69) مليار ريال عام 1990 إلى حوالي (200) مليار ريال في عام 1994، فتسارع ازدياد المعروض النقدي بالمعنى الضيق والواسع في الاقتصاد، حيث ارتفع بالمعنى الواسع من(75.4) مليار ريال في عام 1990 إلى(220.7) مليار ريال في عام 1994، فصار اللجوء إلى أذون الخزانة لسحب فائض السيولة وتمويل العجز، لذلك سنناقش في هذا الفصل العبء المالي والاقتصادي لسياسة أذون الخزانة خلال الفترة (1995 – 2007) من خلال المبحثين التاليين :-

---

(1) محمدعبد الفتاح العشماوي ، التنظيم المحاسبي لإدارة الدين العام المحلي لأغراض رفع كفاءة الإدارة المالية العامة ، الإدارة المالية العامة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، 2007، ص 201.

(2) على توفيق الصادق ،إدارة الدين العام ،قضايا تحليليه واستنتاجات عملية ،سياسة إدارة الدين العام في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد الرابع (28 – 31مارس 1998) ، ص 21.

(3) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا ، أسكوا استعراض وتقييم التقدم الذي أحرزته الجمهورية اليمنية في تنفيذ برنامج العمل الجديد لصالح أقل البلدان نموا في التسعينات، الأمم المتحدة، نيويورك 2002، ص 9 .

المبحث الأول

عبء سياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995-2007)

(4 - 1 – 1) عبء تراكم المديونية الداخلية :

تمهيد :

لا شك أن لسياسة أذون الخزانة العادية قصيرة الأجل (3أشهر، 6 أشهر، سنة) والتي يتم استخدامها في الجمهورية اليمنية لتمويل جزء من العجز في الموازنة العامة وسحب فائض السيولة النقدية في السوق بعض الفوائد كما أن لها بعض الأعباء، وحيث أنه يمكن تغيير سعر الفائدة لإصدارات أذون الخزانة العادية (قصيرة الأجل) والتي لا تزيد مدتها على السنة وبما يتمشى مع الانخفاض في معدلات التضخم[1]، وهذه السياسة كما يرى أنصارها تحقق للاقتصاد مزايا متعددة منها:

1- تخفيض معدلات التضخم. 2 – تثبيت العلاقة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية. 3-تمويل عجز الموازنة بالتكلفة الاقتصادية الحقيقية للموارد المقترضة[2]، غير أن هذه المزايا التي يقدمها أنصار هذه السياسة قد لا تصمد كثيراً أمام المنطق الاقتصادي ذلك أن أذون الخزانة تعتبر ديناً عاماً داخلياً على الحكومة وتتمتع بدرجة عالية من السيولة؛ إذ من السهولة بمكان تحويل الأصل المالي إلى نقود حاضرة في أي وقت وبخسائر قليلة، ومعنى هذا أن أذون الخزانة وبعض الأصول المالية الأخرى التي تتمتع بقوة شرائية حاضرة يمكن إدراجها ضمن مكونات العرض النقدي طبقاً لأصول التحليل النقدي الحديث، وهوما جعل البعض يرى أن الفواصل التي تقوم بين السوق النقدي والسوق المالي قد زالت وفي ضوء هذا التحليل فإنه من الصعوبة بمكان أن نعتبر أذون الخزانة وسيلة غير تضخمية[3]، حيث أن الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة يعني ارتفاع معدلات نمو الدين العام المحلي بشكل يفوق قدرة الحكومة والاقتصاد الوطني على سداد أعباء هذا الدين من أقساط وفوائد نتيجة لتراكم المديونية الداخلية[4]. ويمكن استعراض عبء تراكم المديونية الداخلية لإصدارات أذون الخزانة في اليمن خلال فترة البحث وكما يلي :-

---

(1) سعيد النجار، "الخطأ والصواب في سياسة أذون الخزانة "، الأهرام الاقتصادية، 1992، ص 10 .

(2) نفس المرجع السابق ، نفس الصفحة .

(3) رمزي زكي ، "قضايا مزعجة " ، مكتبة مدبولي ، القاهرة 1993 .

(4) أشرف حلمي سلامة، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية للفترة(1991\ 92 – 2005 \ 2006)، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 93.

أولاً: تطور حجم الموقف القائم لأذون الخزانة كمديونية عامة على الدولة :

ويلاحظ من بيانات الجدول التالي (4 : 1) انخفاض الدين العام المحلي في بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي حيث انخفض من (209.3) مليار ريال في عام 1995 إلى (171.2) مليار ريال في عام 1997[1]، ومثلت أذون الخزانة نسبة(0.9% ، 29.9%) من إجمالي الدين العام المحلي للعامين (1995 ،1997) على التوالي، ومع استمرار إصدارات أذون الخزانة ارتفع حجم الدين العام المحلي في عام 1998 إلى (196.7) مليار ريال وكانت نسبة مساهمة أذون الخزانة

جدول رقم (4 : 1) الدين العام المحلي ونسبة موقف و مساهمة أذون الخزانة من ذلك الدين للفترة (1995- 2007) . مليار ريال .

السنوات / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي والمتوسط
1- إجمالي الدين العام المحلي	209.3	199.1	171.2	196.7	153.9	176.9	177.7	196.5	251.5	343	395.8	445	576.6	3493.2
2- معدل نمو الدين المحلي		0.05-	0.14-	14.9	21.8 -	14.95	0.5	10.6	28	36.4	15.4	12.4	29.6	
3- الموقف القائم لأذون الخزانة بالقيمة الفعلية	1.95	11	51.2	84.1	106.6	109.6	118.4	129.2	184.2	275.7	328.5	373.2	504.8	2278.5
4- معدل نمو موقف أذون الخزانة(%)	---	465.2	365.5	64.3	26.8	2.8	8	9.1	42.6	49.7	19.2	13.6	35.3	
5- نسبة (1 : 3)	0.9	5.5	29.9	42.8	69.3	62	66.6	65.7	73.2	80.4	83	83.9	87.6	65.2
4-إجمالي العائد على أذون الخزانة	0.038	2.57	6.57	10.46	20.48	15.2	14.2	14.7	22.5	36	47.7	58.9	69.6	318.92
5- التزام الفائدة على أذون الخزانة	0.038	0.97	3.72	7.25	13.2	8.8	8.6	9.3	14.5	22.2	28.2	31.9	38.4	187.42
6- مدفوعات الفائدة	---	1.6	2.78	3.15	7.2	6.4	5.6	5.4	8	13.8	19.5	27	31.1	131.5

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي لعام 1999 ، صفحات متفرقه .

- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقارير السنوية للأعوام (2000- 2006 م) ، صفحات متفرقه .

- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر 2008م ، صفحات متفرقه .

من إجمالي ذلك الدين(42.8%)، ثم انخفض الدين العام المحلي في عام 1999إلى(153.9) مليار ريال[2]، وارتفعت نسبة مشاركة أذون الخزانة إلى(69.2%)من إجمالي الدين لذلك العام، ثم أخذ

(1) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقرير السنوي لعام 1999، ص 102.

(2) نفس المرجع السابق ،ونفس الصفحة .

حجم الدين العام المحلي بالارتفاع سنة بعد أخرى بداية من العام 2000وحتى نهاية عام 2007، وكما يتضح من الجدول السابق فقد ارتفع حجم الدين من (176.9) مليار ريال في العام 2000، إلى (576.6) مليار ريال في العام 2007، وذلك استجابة للارتفاع المستمر لحجم الموقف القائم لأذون الخزانة خلال تلك الفترة حيث كانت نسبة مشاركة أذون الخزانة من إجمالي ذلك الدين (62% ، 87.6%) للعامين (2000 ، 2007)[1] على التوالي، والملاحظ أن أذون الخزانة في المزاد الأصلي (السوق الأولية) قد شكلت الأداة الأساسية للاستدانة من الداخل، ويؤكد ذلك ارتفاع نسبة مشاركة الموقف القائم لأذون الخزانة إلى إجمالي الدين العام المحلي حيث بلغت تلك النسبة حوالي (87.6%) للعام 2007 .

ومن حيث معدلات النمو للدين العام وأذون الخزانة فيلاحظ من بيانات الجدول أعلاه انخفاض معدل نمو الدين العام في بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة(1995-1999) ولو أنه تذبذب بين الارتفاع والانخفاض، وحقق خلال هذه الفترة معدلات نمو سالبة ما عدا عام 1998 فقد حقق معدل نمو موجب بلغت (14.9%) وبداية من العام 2000 وحتى العام 2007 تنامى حجم الدين العام المحلي وبمعدلات نمو قياسية وكان معدلات النمو(14.95% ،29.6 %) للعامين(2000 ، 2007) على التوالي، وقد بلغ متوسط معدل النمو للدين العام خلال فترة الدراسة بحوالي (175.5%)، وكانت أذون الخزانة الأداة الأساسية للاستدانة من الداخل، حيث بلغ نسبة أذون الخزانة من الدين العام المحلي القائم على الحكومة خلال فترة الدراسة(65.2%) وبمبلغ إجمالي (504.8) مليار ريال بالقيمة الفعلية، وهذا غير شامل الفوائد المستحقة عن أذون الخزانة خلال الفترة محل الدراسة والذي سيتم استعراضها في الفقرة التالية، أما باقي الدين العام القائم فيتوزع على إعادة الشراء (الريبو) وهي وسيلة نقدية جديدة وقد استخدمت لامتصاص السيولة من السوق، وكان المتاح من هذه الوسيلة (65) مليار ريال سنوياً فقط [2]، وكذلك مديونية المؤسسات للبنك اليمني ومديونية المزارعين والصيادين لبنك التسليف الزراعي .

---

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص 50.

(2) احمد السماوي ،أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية،مجلةدراسات اقتصادية ، مرجع سابق ، ص 138 .

ثانياً : حجم الفوائد المترتبة على إصدارات أذون الخزانة :

نظراً لارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة فقد كان ذلك العائد مصدر جذب للمستثمرين وخصوصاً صناديق التقاعد والبنوك والمؤسسات، حيث وجدت تلك الجهات ذات الفوائض المالية أن الاستثمار في أذون الخزانة العامة فرصة مناسبة لأن الفائدة عليها مجز[1]، وأعباؤها قليلة ومخاطرها أقل[2]، وكانت النتيجة ارتفاع حجم الإصدارات من أذون الخزانة تلبية للطلبات المتزايدة على أذون الخزانة من الجهات المختلفة[3]، ونتيجة للتوسع في حجم الإصدارات من أذون الخزانة ارتفع معها حجم العائد السنوي الذي تتحمله الخزينة العامة للدولة، وهذا يؤثر سلبياً على مالية الدولة في الأجل الطويل[4]، ويلاحظ من الجدول السابق(4 : 1)تنامي حجم العائد السنوي على إصدارات أذون الخزانة خلال الفترة (1995- 1999) حيث ارتفع من(38) مليون ريال في عام 1995 إلى (20.48) مليار ريال في عام 1999، ثم انخفض في الثلاثة الأعوام التالية (2000 – 2002) نتيجة تحقيق فائض في الموازنة العامة، وكذلك بسبب انخفاض أسعار الفائدة خلال تلك الأعوام، ولكن وبداية من العام 2003 عاد حجم العائد بالارتفاع نتيجة ارتفاع حجم الإصدارات وارتفاع أسعار الفائدة، حيث وصل حجم العائد إلى حوالي (22.5) مليار ريال في عام 2003 ثم واصل العائد بالارتفاع سنة بعد أخرى حتى وصل في عام 2007 حوالي (69.6) مليار ريال، ويتضح من بيانات الجدول السابق أن إجمالي حجم العائد خلال فترة الدراسة وصل إلى(318.92) مليار ريال[5]، حيث بلغ حجم المسدد من ذلك العائد (131.5) مليار ريال خلال تلك الفترة، كما بلغ إجمالي التزام الفائدة على أذون الخزانة والذي يمثل الموقف القائم كمديونية عامة على الدولة خلال الفترة محل الدراسة مبلغ (187.42) مليار ريال، ويدل حجم العائد على حجم العبء الكبير على الدولة والذي تتحمله كعائد على حجم الإصدارات من أذون الخزانة خلال الفترة محل الدراسة .

---

(1) أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار ، دراسة اعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى في 15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد (10) ربيع 2004 ، ص 121 .

(2) حسن ثابت فرحان ، أذون الخزانة –البداية والنهاية هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام ،مجلة دراسات اقتصادية ،العدد(10)ربيع 2004 ،ص77 .

(3) البنك المركزي اليمني ، قطاع العمليات المصرفية المحلية ، التقرير السنوي لعام 2003 ،ص 25 .

(4) نبيل محمد الطيري ، سوق الأوراق المالية في اليمن – الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة ، رسالة ماجستير ، مرجع سابق ، ص 76 .

(5) البنك المركزي اليمني ، قطاع العليات المصرفية المحلية ، التقرير السنوي لعام 2007 ، ص 42 .

ثالثاً : العائد الخاص بالبنك المركزي اليمني لقاء رسوم خدمة الدين المتمثل بأذون الخزانة :-

يتقاضى البنك المركزي خدمات عن إدارة سندات الدين العام وفقاً للفقرة (د) من المادة (32) من قانون البنك المركزي اليمني بنسبة لا تقل عن (1%) ويتوجب على الحكومة سدادها في نهاية كل سنة مالية[1]، وبعملية احتساب بسيطة لرسوم خدمة إصدارات أذون الخزانة المستحقة للبنك المركزي اليمني وبواقع (1%) لحجم إصدارات أذون الخزانة خلال الفترة (1995 – 2007) وكما يتضح من بيانات الجدول التالي (4: 2) حيث يلاحظ ارتفاع رسوم خدمة الدين العام سنة بعد أخرى ما عدا عام 2001 بسبب التوقف عن الإصدارات الجديدة لأذون الخزانة لذلك العام ،

جدول رقم (4 : 2) حجم إصدارات أذون الخزانة ورسوم خدمة البنك المركزي لتلك الأذون للفترة (1995- 2007) مليون ريال .

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي
القيمة الاسمية لأذون الخزانة	1987	41931	114242	190612	255641	282489	275768	304037	420879	669825	838038	1049753	1287515	5732717
رسوم خدمة البنك لتلك الأذون	19.87	419.31	1142.42	1906.12	2556.41	2824.89	2757.68	3040.37	4208.79	6698.25	8380.38	10497.53	12875.15	57327.17

المصدر: - البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقارير السنوية للفترة (1998- 2007).
- النسب من عمل الباحث بالاستناد إلى التقارير أعلاه .
- رسوم خدمة البنك محسوبة من قبل الباحث .

وقد ارتفعت رسوم خدمة إصدارات أذون الخزانة من(19.87)مليون ريال في عام 1995إلى (12875.15)مليون ريال في العام 2007، وعند احتساب الإجمالي العام لرسوم خدمة الدين العام المستحقة للبنك المركزي اليمني، يكون إجمالي تلك الرسوم(57327.17)مليون ريال خلال فترة الدراسة[2]، وهذا يعكس الحجم الكبير لرسوم خدمة البنك لإصدارات أذون الخزانة والتى قام بها خلال فترة الدراسة مما يدل على ارتفاع حجم الأعباء التي تتحملها خزينة الدولة نظير ما تقوم به الحكومة من استمرا ر حجم إصدارا ت أذون الخزانة .

[1] البنك المركزي اليمني ، مشروع اللائحة التنفيذية للقرار الجمهوري بالقانون رقم (19) لسنة 1995 بشأن الدين العام ، المادة (19) الفقرة (2) صنعاء ، في 10- يوليو1995 ، ص 13 .
[2] البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص 49.

رابعاً : استغناء الحكومة منذ بداية الإصدارات لأذون الخزانة عن الضرائب والتي كان من الممكن أن تفرض على الإصدارات من أذون الخزانة وبالتالي تحقيق مبدأ عدالة الضريبة، أدى ذلك إلى جذب المستثمرين للاستثمار فيها، وبذلك حرمت الموازنة من إيرادات ضريبية كانت الموازنة العامة بحاجة ماسة لها[1] .

ومن الاستعراض السابق نجد أن العبء المالي لسياسة أذون الخزانة والذي أدى إلى زيادة تراكم المديونية الداخلية أمكن استعراضه إلى أربع مكونات لذلك العبء، وهي حجم الإصدارات السنوية لأذون الخزانة وحسب الموقف القائم نهاية كل عام للفترة (1995- 2007)، وحجم العوائد المترتبة على إصدارات أذون الخزانة لنفس الفترة، وكذلك العائد الخاص بالبنك المركزي اليمني نظير رسوم خدمة تلك الإصدارات، إضافة إلى الاستغناء عن الضرائب والتى كان بالإمكان فرضها على حجم الإصدارات من أذون الخزانة.

ـ وفي رأي الباحث من خلال الاستعراض السابق لأعباء سياسة إصدارات أذون الخزانة أنه أدى إلى تراكم المديونية المحلية سنة بعد أخرى، وكذلك أدى ارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة إلى استقطاب الفوائض النقدية للجهاز المصرفي، وصناديق التقاعد، والمؤسسات بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية[2]، وهذا ما سيتم استعراضه في الفقرات والفصول القادمة .

[1] نزار عبدالله باصهيب ، الأثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد(10) ، مرجع سابق ،ص 86 .
[2] محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ،مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، مرجع سابق ، ص 25 .

(4 - 1 - 2)عبءُ امتصاص المدخرات المحلية وعدم استخدامها الاستخدام الأمثل :-

لقد كان لسعر الفائدة المرتفع الذي تغله أذون الخزانة، وهو سعر الفائدة التأشيرية في تاريخ الإصدار للسند مضافاً إليها علاوة تشجيعية إضافية تتراوح بين (1- 2%) سنوياً ويدفع هذا العائد في تاريخ الاستحقاق السنوي[1]، ودخول الحكومة بالحجم المتزايد من الإصدارات السنوية لأذون الخزانة جعل الحكومة (تقريباً) هي المقترض الوحيد من السوق النقدي، وهذا أدى إلى مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص فيما يعرف بالتزاحم (Growding out) حول المدخرات المحلية المتاحة .

والمشكلة الرئيسة هنا هي أنه بدلاً من أن تتحول هذه المدخرات إلى استثمارات، فإن الحكومة استخدمتها لتمويل عجزها الجاري وليس لتمويل الاستثمار العام، وبعبارة أدق فإنه تم استخدام تلك المدخرات المحلية لصالح الاستهلاك الحكومي وذلك أضر بالاستثمار والنمو في اليمن .

ومن ناحية أخرى يلاحظ أن سعر الفائدة المرتفع لأذون الخزانة مع إعفائها من الضرائب قد جعل الاستثمار في هذه الأذون من وجهة نظر المستثمرين فيها أفضل مجال للاستثمار المربح والمضمون، لهذا سارعت أجهزة تعبئة المدخرات والقطاعات الاقتصادية المختلفة من بنوك ومؤسسات، وصناديق تقاعد وحتى القطاع العائلي مع أن مشاركته كانت متواضعة إلى استثمار أموالها في أذون الخزانة قصيرة الأجل، ومن هنا تضررت عمليات الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل، وعليه فإن ارتفاع سعر الفائدة على أذون الخزانة والذي أدى بدوره إلى ارتفاع سعر الفائدة في البنوك التجارية لم يرشد الطلب على رأس المال، بل أضر هذا الطلب في القطاعات الإنتاجية[2]، وباستعراض بيانات الجدول التالي(4 : 3) والذي يوضح حجم مشاركة البنوك التجارية في الأرصدة القائمة لأذون الخزانة، يلاحظ أن البنوك التجارية تشارك في نحو (32.34%) في المتوسط من الأرصدة القائمة لأذون الخزانة، ويتضح أن نسبة مشاركة البنوك في الأرصدة القائمة لأذون الخزانة إلى إجمالي أصول البنوك بلغت (12.2%) خلال الفترة محل الدراسة، مما يعكس أثر المزاحمة (Growding out) والذي تسببه هذه الأذون من خلال استئثار الحكومة على المدخرات المحلية وخاصة إذا ما قورنت الأرصدة التي في حيازة البنوك من أذون الخزانة بصافي المبالغ الموجهة إلى الإقراض للقطاع الخاص .

حيث قامت الحكومة باستخدام هذه المدخرات لتغطية جزء من العجز في موازنتها، إلا أن هذا العجز كان يكمن بدرجة كبيرة في جانب عجزها الجاري، وهذا كان له الأثر السلبي على

---

(1) البنك المركزي اليمني ، مشروع اللائحة التنفيذية للقرار الجمهوري بالقانون رقم (19) سنة 1995 ، بشأن الدين العام ، مرجع سابق ، ص3 .
(2) رمزي زكي " قضايا مزعجة " مقالات مبسطة في مشكلاتنا الاقتصادية المعاصرة ، مكتبة مدبولي 1993، مرجع سابق ، ص 111.

الاستثمار في اليمن، حيث أن الأوعية الادخارية التي انتقلت للحكومة من قبل البنوك وصناديق التقاعد والمعاشات والمؤسسات العامة والتي كان بإمكان هذه الجهات استثمار أموالها في طاقات إنتاجية فاعلة جديدة،

جدول رقم (4 : 3) حجم مشاركة البنوك التجارية في الأرصدة القائمة لأذون الخزانة ونسبتها إلى إجمالي أصول البنوك خلال الفترة(1995-2007) بالمليون ريال .

البيان / السنة	الأرصدة القائمة من أذون الخزانة بالقيمة الاسمية (1)	أرصدة مشاركة البنوك في أذون الخزانة القيمة الاسمية (2)	نسبة مشاركة البنوك من الرصيد القائم لأذون الخزانة % (3)	إجمالي أصول البنوك (4)	نسبة مشاركة البنوك في الرصيد القائم لأذون الخزانة إلى إجمالي أصول البنوك (5) %
1995	1987	894	45	178144.7	0.5
1996	11984	7129	59.5	179252	4
1997	54955	33117	60.3	191487	17.3
1998	91359	36263	39.7	212059	17.1
1999	119778	37229	31.1	242146	15.4
2000	118366	21978	18.6	310585	5.9
2001	119083	11243	9.4	375503	7.1
2002	138493	9381	6.8	464004	2
2003	198731	49257	24.8	562995.7	8.7
2004	297907	101064	33.9	686435.7	14.7
2005	356683	121391	34	783880	15.5
2006	405079	139207	34.4	1040196	13.4
2007	543196	226752	41.7	1300410	17.4
الإجمالي والمتوسط	2457601	794905	32.34	6527098.1	12.2

المصدر : - البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة احصائية فصلية ، يناير – مارس 2003 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، يونيو 2006 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، سبتمبر 2008.
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 1999 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 2004 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 2007 .
- النسب من عمل الباحث .

ومنها زيادة حقيقية في الإنتاج وعلى العمالة، إلا أن تلك الأوعية الإدخارية تحولت إلى زيادة في الإنفاق الحكومي الجاري، ومما لا شك أنه أمر أضر بالاستثمار في اليمن[1]، وهذا أثر سلباً في حوافز الاستثمار وأدى إلى انتقال الاستثمار إلى حد ما من الجانب الإنتاجي طويل الأجل إلى الجانب الاستثماري قصير الأجل (أذون الخزانة وإعادة الشراء وشهادات الإيداع).

[1] نزار عبدالله باصهيب ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد(10) ، مرجع سابق ، ص 1991 .

المبحث الثاني

(4 – 2) مؤشرات خطورة الدين العام المحلي في الجمهورية اليمنية

رأينا فيما سبق من دراسة هذا البحث أنه على الرغم من نجاح المراحل الأولى من برنامج الإصلاح الاقتصادي، والذي بدأ تنفيذها في مارس 1995 إلى مايو 1998، والذي طبقته اليمن، ويمكن الإشارة إلى بعض المؤشرات الاقتصادية في نهاية عام 1997، والتي يمكن إرجاعها بشكل أساسي إلى جملة الإجراءات الإصلاحية المالية الذي بدأ تنفيذها منذ عام 1995، ومنها انخفاض العجز في الموازنة العامة وانخفاض نسبة التضخم والذي وصل إلى أدنى مستوى لها في عام 1997[1]، إلا أن سير البرنامج قد صاحبه مأزق من نوع آخر تمثل في تراكم مستويات الدين العام المحلي، ويرجع السبب الرئيسي في تراكم ذلك الدين إلى التوسع في (إصدارات أذون الخزانة بدرجة أساسية إضافة إلى استخدام البنك المركزي لعمليات إعادة الشراء وشهادات الإيداع)، نظراً للمميزات التي تتميز بها تلك الأدوات، وهذا أضر بمستويات الاقتدار المالي العام، ولا يوجد في النظرية الاقتصادية حجم أو نسبة مثلى يمكن من خلالها الحكم على مناسبة حجم الدين العام في أي دولة، وعلى الرغم من خلو النظرية الاقتصادية في تحديد دقيق للحجم الأنسب للدين العام، إلا أن هناك فلسفة عامة للاقتصاد الرأسمالي يمكن من خلالها الاسترشاد لتحديد الحجم المناسب للدين العام في أي دولة، وقد استندت هذه الفلسفة إلى نسب الدين العام المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومقارنة معدل نموه بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وكذلك مقارنة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بسعر الفائدة على الدين العام المحلي[2]، وعليه سيتم استعراض أهم تلك المؤشرات في الفقرات التالية.

[1] أحمدعلى البشاري ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية (1995-2001) الإصلاحات الاقتصادية والمالية والإدارية في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ، مجلة الثوابت ، ص 314 .

[2] معهد التخطيط القومي " فلسفة الدين العام في مصر ومشكلة تراكم الدين الداخلي " ، لقاء الخبراء ،سلسلة أوراق اقتصادية ، العدد(1) يوليو 2004 ، ص 47- 48 .

(4 - 2 - 1) معدل نمو الدين العام المحلي مقابل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي .

يعتبر الدين العام المحلي في مستويات مقبولة اقتصادياً وفقاً لهذا المعيار إذا نما الدين العام المحلي بمعدلات نمو تقل عن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي[1]، ووفقاً لهذه الحالة في اليمن فإنه لم يستمر اتجاه العلاقة ما بين المتغيرين في اتجاه واحد، ففي بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي كانت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي تزيد عن معدلات نمو الدين العام المحلي، ويلاحظ ذلك باستعراض بيانات الجدول التالي (4 : 4)، والذي يبين تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الدين العام المحلي خلال الفترة (1995- 2007)؛ حيث يلاحظ انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات (1995-1997) من (54%) في عام 1995 إلى (19.8%) في عام1997، ولكن معدلات نمو الدين العام المحلي حققت معدلات نمو سالبة في العامين(1996 ،1997)، حيث أخذ المعدلين التاليين (- 4.9 ، -14) على التوالي .

جدول رقم(4 : 4) تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ومعدل نمو الدين العام المحلي للفترة(1995-2007) مليار ريال .

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الناتج المحلي الإجمالي(بالأسعار الجارية)	516.6	733.6	878.9	844.2	1172.8	1560	1684.6	1878	2160.6	2563.5	3208.5	3760	*4100.2
الدين العام المحلي	209.3	199.1	171.2	196.7	153.9	176.9	177.7	196.5	251.5	343	395.8	445	576.6
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	54	42	19.8	3.9 -	38.9	33	8	11.5	15.05	18.65	25.2	17.2	9.1
معدل نمو الدين العام المحلي	15.9	4.9 -	14 -	14.9	21.7 -	14.9	0.6	10.6	28	36.4	15.4	12.4	29.6

المصدر : - وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي 2006 .
- وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي 2005 .
- وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي 2004 .
- وزراة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ، العدد(32) ، الربع الثاني ، 2008 .
- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام (1995 – 2007) .
* بيانات تقديرية .

[1] محمدرضا العدل ، " الدين العام المحلي ومؤشر الاقتدار المالي العام " ، مجلس الوزراء المصري ، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار2005، ص 24 – 28.

أما في العام 1998 فقد حقق معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي رقماً سالباً بمعدل(- 3.9%)، بينما حقق معدل نمو الدين العام المحلي رقماً موجباً (14.9%) في نفس العام، نتيجة لانخفاض الإيرادات المحققة من تصدير النفط، وعدم وجود مصادر تمويل خارجية أومحلية (أذون الخزانة) كافية لتغطية العجز مما جعل الحكومة تضطر إلى الاقتراض من البنك المركزي، وهذا أدى إلى ارتفاع المديونية الداخلية، ولكن الأمر انعكس في عام 1999حيث ارتفع معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي من سالب(-3.9%) في عام 1998 إلى موجب(38.9%) في عام 1999، بينما حقق معدل نمو الدين العام المحلي رقماً سالباً وصل إلى (- 21.7%)، وفي العام 2000 انخفض معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي إلى (33%)، بينما ارتفع معدل نمو الدين العام المحلي إلى (14.9%) بعد أن كان رقما سالباً (-21.7%) في العام 1999 .

وبداية من العام 2001 تذبذبت معدلات النمو لكل من الناتج المحلي الإجمالي وكذلك الدين العام المحلي بين الارتفاع والانخفاض، ويلاحظ من الجدول السابق بأن معدلات النمو للدين العام المحلي خلال الفترة(2001 – 2007) كانت أكبر من معدلات النمو للناتج المحلي الإجمالي، ما عدا عام 2005 فقد كان فيه معدل نمو الدين العام المحلي أقل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

ـ وفي رأي الباحث من الاستعراض السابق أن من الأسباب الرئيسية وراء ارتفاع الدين العام المحلي هو الإصدارات المستمرة لأذون الخزانة وبوتيرة عالية حيث شكلت أذون الخزانة الأداة الرئيسية للاستدانة من الداخل، وهذا يشير إلى خطورة مواصلة الإصدار المستمر لأذون الخزانة على الوضع القائم عليه حالياً، ويجب على الحكومة اتخاذ سياسة مالية ونقدية جديدة لتدارك الزيادة المستمرة في حجم الدين العام المحلي.

(4 – 2 – 2) نسبة الدين العام الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي :.

تعتبر نسبة الدين العام بشقيه(المحلي والخارجي)إلى الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات الاقتصادية المستخدمة للحكم على مدى سلامة مستوى الدين العام، وهو المعيار المستمد من معاهدة ماستريخت كشرط لدخول الكتلة النقدية للاتحاد الأوروبي، ووفقاً لذلك المعيار لا بد ألا تتجاوز تلك النسبة (60%) حتى يمكن القول بأن الدين العام يتحرك في حدود آمنة[1]، وفي الحالة اليمنية يلاحظ من استعراض بيانات الجدول التالي(4 : 5)والذي يبين تطور نسبة الدين العام المحلي والخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يتضح أن إجمالي الدين العام بشقيه المحلي والخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي كان يتجاوز الحدود الآمنة خلال الفترة(1995-2002)، ماعدا عام 2001 فقد كان في الحدود الآمنة وبنسبة(59.3%)، أما في الفترة(2003-2007) فقد كان مستوى الدين العام في الحدود الآمنة، ويمكن استعراض نسب الدين العام بشقيه المحلي والأجنبي وكذلك الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، لمعرفة مستوى خطورة الدين العام على الوضع الاقتصادي في اليمن.

جدول رقم (4 : 5) تطور نسبة الدين العام المحلي والخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995-2007) . مليار ريال .

السنة / البيان	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الناتج المحلي الإجمالي (1)	516.6	733.6	878.9	844.2	1172.8	1560.9	1684.6	1878	2160.6	2563.5	3208.5	3760	*4100.2
اجمالي الدين العام المحلي (2)	209.3	199.1	171.2	196.7	153.9	176.9	177.7	196.5	251.5	343	395.8	445	576.6
إجمالي الدين العام الخارجي(3)	412.4	1044.5	579.5	647.4	778	777.2	821.5	1044	986.4	994.4	989.2	1077.6	1157.6
إجمالي الدين العام بشقيه المحلي والخارجي(4)	621.7	1243.6	750.7	844.1	931.9	954.1	999.2	1240.5	1237.9	1337.4	1385	1522.6	1734.2
نسبة الدين المحلي إلى الناتج (2 : 1) %	40.5	27.2	19.5	23.3	13.1	11.3	10.5	10.5	11.6	13.4	12.3	11.8	14.1
1.1 النسبة الدين الخارجي إلى الناتج (3: 1) %	79.8	142.4	65.9	76.7	66.3	49.8	48.8	55.6	45.7	38.8	30.8	28.7	28.2
نسبة الدين بشقيه إلى الناتج(4: 1)%	120.3	169.6	85.4	99.9	79.4	61.1	59.3	66.1	57.3	52.2	43.1	40.5	42.3

المصدر : - وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي 2006 .

- وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتاب الإحصاء السنوي 2005 .

- وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ، كتب الإحصاء السنوي للأعوام 2002، 2004 .

- وزراة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ، العدد(32) ، الربع الثاني ، 2008 .

- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقارير السنوية للأعوام (1995 – 2007) .

* بيانات تقديرية .

- النسب من عمل الباحث .

[1]) أشرف حلمي سلامة، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية للفترة(1991\ 92 – 2005 \ 2006)، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 107.

ـ ونبدأ باستعراض مستوى الدين العام المحلي حيث كانت نسبة ذلك الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995- 2002)، تأخذ النسب التالية (40.5 ، 27.2 ، 19.5 ، 23.3 ، 13.1 ، 11.4 ، 10.5 ، 10.5) وقد كانت بأعلى مستوى لها في عام 1995 وبنسبة (40.5%) بسبب التمويل التضخمي شبه الكامل لعجز الموازنة بالإصدار النقدي الجديد، وانخفضت إلى أدنى مستوى لها في عامي (2001، 2002) وبنسبة (10.5%)، وهذا يدل على تراجع نسبة الدين العام المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، بسبب عدم لجوء الدولة إلى الاستدانة من البنك المركزي بإصدار نقدي جديد، واللجوء إلى التمويل الخارجي والتمويل المحلي غير التضخمي بإصدارات أذون الخزانة، وكانت أعلى نسبة لأذون الخزانة في عام 1999 بنسبة (69.3%) من إجمالي الدين العام المحلي والذي شكل نسبة(13.1%) إلى الناتج المحلي الإجمالي، وانخفضت نسبة أذون الخزانة لتأخذ نسبة (65.8%) في عام 2002، من إجمالي الدين العام المحلي والذي أخذ نسبة (10.5%) من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ولكن تلك النسبة عاودت الارتفاع خلال الفترة (2003 - 2007) كما يوضح ذلك الجدول السابق (4 :5) ليصبح نسبة الدين العام المحلي (14.1%) من إجمالي الناتج المحلي في عام 2007، وكانت أذون الخزانة تمثل النسبة الأكبر من إجمالي الدين العام المحلي وبنسبة (87.5%) لعام 2007.

ـ أما الدين العام الخارجي والذي يمثل النسبة الأكبر من إجمالي الدين العام فقد أخذ نسبة تجاوزت الحدود الآمنة خلال الفترة (1995-1999)، ولكن الملاحظ على تلك النسبة أنها انخفضت بشكل ملحوظ بداية من عام 1997 ليأخذ نسبة(65.9%) من الناتج المحلي الإجمالي بعد أن كانت تلك النسبة في عام 1996 (142.4%) وكان السبب وراء انخفاض تلك المديونية الخارجية هو إعادة الجدولة لتلك الديون بين اليمن ونادي باريس، والتي تضمنت إلغاء ثلثي المديونية وجدولة الباقي لفترات تتراوح بين (23 – 40 سنة)[1]، أما القروض الروسية فقد ألغيت (80%) من تلك الديون قبل تطبيق محضر نادي باريس[2]، والملاحظ من الجدول السابق أن نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي بدأ بالانخفاض بشكل كبير في عام 2000 حيث شكلت تلك النسبة (49.8%)، واستمرت بالانخفاض حتى وصلت إلى أدنى مستوى لها وبنسبة (28.2%) من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2007 .

ـ وبالنسبة لإجمالي الدين العام بشقيه المحلي والأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي فيلاحظ من الجدول (4 : 5) أن تلك النسبة أخذت بالانخفاض خلال الفترة (1995 – 2002)، ولكن يلاحظ

---

(1) أحمد السماوي، تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 33 .

(2) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 1997 ، ص 82 .

على تلك النسبة تجاوزها للحدود الآمنة، ما عدا عام 2001 فقد أخذ نسبة(59.3%)، وبداية من العام 2003 حيث شكلت نسبة الدين العام (57.3%) من الناتج المحلي الإجمالي، وتعتبر في الحدود الآمنة لمستوى الدين العام، ثم أخذت تلك النسبة بالانخفاض سنوياً ووصلت إلى أدنى مستوى لها في عام 2006، لتشكل نسبة(40.5%) من الناتج المحلي الإجمالي، ثم ارتفعت قليلاً في العام 2007 لتصبح نسبة إجمالي الدين العام (42.3%) من الناتج المحلي الإجمالي، وتعتبر هذه النسبة في الحدود الآمنة بالنسبة لهذا المؤشرحيث تقل عن(60%)إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو مستوى مقبول اقتصادياً، وعند مقارنة هذه النسبة لليمن مع دول مماثلة في الظروف الاقتصادية مثل مصر ولبنان، حيث تشير دراسة أعدت عن وضع المديونية المصرية بأن نسبة الدين العام المحلي فقط قد شكل نسبة (80%) إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في المتوسط للفترة (1990/1991 ــ 2004/2005)[1]، وتعتبر هذه النسبة مرتفعة جداً إلى الناتج المحلي الإجمالي، ناهيك عن مستوى الدين العام الخارجي، أما في لبنان فقد مثل الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة مرتفعة وصلت إلى (185%) في عام 2003 [2]، وبالرجوع إلى الحالة اليمنية كما يوضح ذلك الجدول السابق (4 : 5)، نجد أن نسبة الدين العام بشقيه شكل نسبة متوسطة (75.1%) الى الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1995-2007)، وهذا يعتبر في الحدود غير الآمنة.

ـ وفي رأي الباحث يجب على الحكومة الانتباه من الاستمرار المتزايد لمستوى الدين العام المحلي بشكل عام والناجم في الوقت الحالي عن إصدارات أذون الخزانة لما يسببه من أضرار نتيجة سحب المدخرات بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية، وبالتالي الدخول في الركود الاقتصادي الذي يعاني منه أساساً الوضع الاقتصادي في اليمن .

---

[1] أشرف حلمي سلامة، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية للفترة(1991\ 92 – 2005 \ 2006)، رسالة ماجستير، مرجع سابق، ص 108.

[2] اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا ، مسح للتطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الأسكوا (2003- 2004) ، الأمم المتحدة، نيويورك 2004، ص 106.

(4 – 2 – 3) نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى سعر الفائدة على الدين العام المحلي :

من المعروف أن استمرار عجز الموازنة مسئول عن تزايد الدين العام المحلي وتراكمه من عام إلى آخر، إلا أنه ينبغي أن نعرف أن استمرار عجز الموازنة الحكومية لا يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع نسبة الدين العام حتى ولو كان التمويل بالاقتراض، وذلك إذا كان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أعلى من سعر الفائدة على الدين العام، وبالتالي فإن افتراض سعر فائدة على الدين العام المحلي أقل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي هو العامل الحاسم في وجود سقف محدد لنسبة الدين العام المحلي، فإذا كان معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي أعلى من سعر الفائدة على الدين العام، وكانت نسبة مصروفات خدمة الدين (فوائد وأقساط) من إجمالي الإنفاق العام ثابتة، فإن ذلك لا يثير مخاوف كبيرة، أما إذا كان سعر الفائدة على الدين العام أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فإن الدين العام المحلي سوف يميل إلى النمو بوتيرة أسرع من نمو الناتج المحلي الإجمالي إلا إذا كان البلد يتمتع بفائض في الموازنة العامة، وكلما اتسعت الهوة بين سعر الفائدة على الدين ومعدل نمو الناتج كبر حجم الفائض المطلوب تحقيقه في الموازنة للمحافظة على استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي في حدود آمنة[1] .

جدول رقم (4 : 6) الفرق بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ، ومتوسط أسعار الفائدة على أذون الخزانة للفترة (1995-2007) .

البيان / السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
معدل نمو الناتج الحقيقي (1)	5.67	4.63	5.23	6.01	3.78	6.18	3.80	3.94	3.75	3.97	5.59	3.17	3.61
متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة لمدة(91يوماً) (2)	23.59	25.75	16.1	12.6	20 57	14.16	13.19	11.55	12.92	13 84	14.89	15.65	15 86
معدل نمو الناتج – سعر الفائدة على الأذون (3)= (2-1)	17.92 -	21.12-	10.87-	6.59-	16.79-	7.98-	9.39-	7.61-	9.17-	9.87-	9.3-	12.48-	12.25-

المصدر: – وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، كتاب الإحصاء السنوي ، أعداد متفرقة .

– وزراة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ، العدد(32) ، الربع الثاني ،2008م .

– البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء التقارير السنوية للأعوام (1995- 2007).

– البنك المركزي اليمني، النشرات الشهرية للتطورات النقدية والمصرفية، أعداد متفرقة.

– النسب من عمل الباحث من خلال المصادر السابقة .

[1] معهد التخطيط القومي " فلسفة الدين العام في مصر ومشكلة تراكم الدين الداخلي " ، لقاء الخبراء ،سلسلة أوراق اقتصادية ، العدد(1) مرجع سابق ، ص50 – 51 .

وهكذا يؤثرمعدل النمو الحقيقي للناتج المحلي على أوضاع الدين العام المحلي فنمو الاقتصاد بخطوات أبطأ من سعر الفائدة الحقيقي على الدين يترتب عليه نمو الدين بخطوات أسرع من قدرة الحكومة على سداده، وبالتالي فإن استهداف سقف محدد لنسبة الدين يتطلب سياسة اقتصادية تحقق نمواً اقتصادياً أعلى من سعر الفائدة على الدين[1].

وبالنسبة للوضع في اليمن يتضح لنا من بيانات الجدول أعلاه (4 : 6) أن معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة محل الدراسة كان يقل عن متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة باعتبار أن سعر الفائدة على أذون الخزانة هي المحدد الرئيسي لسعر الفائدة خلال فترة الدراسة وكذلك لاعتبارها الأداة الأساسية للاستدانة من الداخل، وكذلك لعدم وجود سعر فائدة موحد على الدين العام المحلي .

ـ وفي رأي الباحث فإن هذا المؤشر يظهر خطورة مستويات الدين العام المحلي نتيجة لنمو الاقتصاد بخطوات أبطأ من معدلات النمو في سعر الفائدة، وهو ما يترتب عليه نمو الدين العام بخطوات أسرع من قدرة الحكومة على سداده .

(1) عبد الفتاح الجبالي ،" الاقتصاد المصري من التثبيت إلى النمو " ،مركزالأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية ، القاهرة 2000، ص 171 – 172 .

الفصل الخامس

الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة (1995- 2007)

المبحث الأول :

(5 : 1) أثر أذون الخزانة على الاستثمار.

المبحث الثاني :

(5 : 2) أثر أذون الخزانة على النمو الاقتصادي .

الفصل الخامس

الآ ثارالاقتصادية لأذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة(1995- 2007)

تقديم:-

البديل الآخر للضرائب كوسيلة لتمويل الإنفاق العام هو لجوء الدولة إلى التمويل عن طريق القروض العامة أو الإصدار النقدي الجديد، وخلق النقود يقوم به عادة البنك المركزي نيابة عن الدولة، بينما تأخذ القروض العامة شكلين، الأول : شكل سلف وتسهيلات مالية تقدمها البنوك الوطنية أو مؤسسات الاقتراض الدولية، والثاني : شكل سندات حكومية تصدرها الدولة للاكتتاب. ويذهب الفكر المالي الحديث إلى أن القروض لا تعد وسيلة للتمويل فحسب وإنما أداة من أدوات السياسة المالية والاقتصادية، تستخدم في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي وبصفة خاصة في حالة التضخم والانكماش وتحقيق التنمية الاقتصادية، كما يمكن أن تؤثر في إعادة توزيع الدخل القومي سواء بين الأجيال الحاضرة أو بينها وبين الأجيال القادمة، وتختلف الآثار الاقتصادية باختلاف نوع القرض داخلياً أم خارجياً، كما وتختلف حسب مصادر خدمة القرض الذي يعتمد هو الآخرعلى طبيعة البنيان الضريبي، وكذلك على الجهات المكتتبة في أذون الخزانة[1]، وفي هذا الفصل سوف نتعرض للآثار الاقتصادية للقروض الداخلية وخصوصاً أذون الخزانة، وتقوم الدولة بالحصول على هذه القروض لمواجهة العجز المؤقت الموسمي في ميزانيتها، وفي مثل هذه الحالة تصدرالدولة أذونات الخزانة (**T . Bills**) العادية، ومن ثم تقوم بتسديدها خلال السنة نفسها، وفي الحالة التي يكون فيها العجزحقيقياً تقوم الدولة بإصدارأذونات الخزانة غير العادية وتسدد في فترة تتجاوز السنة[2]. وهنا يمكن التمييز بصورة عامة بين ثلاث مراحل للقرض العام الداخلي هي: مرحلة الاكتتاب ومرحلة إنفاق حصيلة القرض ومرحلة تسديد القرض أو استهلاكه[3].

- ففي مرحلة الاكتتاب يجب أن نفرق بين الاقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية الخاصة وشركات التأمين،

---

(1) أحمد علي البشاري ، المالية العامة مع التطبيق على الجمهورية اليمنية ، دار الفكر المعاصر ،صنعاء ،ط1 1999-2000 ،ص115.
(2) على خليل ، سليمان اللوزي ، المالية العامة ، دار زهران للنشر والتوزيع ، عمان 2000 ، ص260-261 .
(3) عادل فليح العلي ، مالية الدولة ، دار زهران للنشر والتوزيع 2008م ، عمان ، ص437 .

والاقتراض من المؤسسات الائتمانية المتمثلة بالبنك المركزي والبنوك التجارية، وجاء هذا التمييز بين الجهات المقترضة بسبب اختلاف تأثيراتها الاقتصادية[1] .

- وفي حالة الاقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية الخاصة يمكن أن نواجه أحد حالتين هما:

الحالة الأولى : وهي وجود مدخرات قومية خاملة بعيدة عن النشاط الاقتصادي، وهذا يؤدي إلى زيادة صافية في تيار الإنفاق النقدي إذ يؤدي ذلك إلى إضافة قوة شرائية جديدة .

الحالة الثانية : عدم وجود فائض في المدخرات وأن إصدار سندات قروض عامة من قبل الدولة ستؤدي تلك القروض إلى المنافسة بين القطاع الخاص والقطاع العام، وهذا يقود إلى ارتفاع أسعار الفائدة ومن ثم إلى انكماش في النشاط الاقتصادي الخاص، والأثر الانكماشي قد يتلاشى إذا ما استخدمت الدولة حصيلة القروض في تمويل إنفاق استثماري عام أكثر إنتاجية من الاستثمار الخاص[2]، والأمر يختلف في حالة الاقتراض من الجهاز المصرفي، أي المؤسسات الائتمانية حيث يؤدي إلى خلق قوة شرائية جديدة في التداول مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ولكن لن نحفر كثيراً في هذا النوع من الاقتراض؛ لأن هذا يخرج عن هدف الدراسة .

- وبعد الحصول على مبالغ القرض فإن تاثير القرض على الدخل والناتج يتوقف على أوجه إنفاق حصيلة القرض، وبحسب استخدامه في زيادة الانفاق الاستهلاكي أو الاستثماري الحكومي.

وأخيراً نصل إلى التأثير الاقتصادي للقروض العامة في مرحلة تسديد أو استهلاك القرض، والتي غالباً ما تحصل في فترات الركود الاقتصادي، وهنا ستبحث الدولة عن مصادر تمويلية من أجل إنفاقها في خدمة الدين العام، وتعتبر الضرائب من بين أهم المصادر التمويلية، وقد تلجأ الدولة إلى إصدار قروض جديدة أو إلى إصدار نقدي جديد، هذا وإن لعملية تسديد القرض تأثيراً على الطلب الكلي لا يعتمد على نوع الضريبة فقط وإنما على مستوى دخل الفئة الحاملة للسندات كذلك،

وقد سبق أن عرفنا أن أذون الخزانة والتي تم استخدامها في الجمهورية اليمنية تعتبر من القروض الداخلية العادية قصيرة الأجل، حيث لا يزيد فترة سدادها عن سنة واحدة، ولم يتم استخدام أذونات الخزانة غير العادية والتي تفيد عملية الاستثمار، حيث يتجاوز ميعاد استحقاقها السنة المالية التي صدرت فيها[3].

وفي هذا الفصل سيتم التعرض للآثار الاقتصادية لأذون الخزانة وسيتم تناول ذلك في مبحثين كما يلي :-

---

(1) احمد علي البشاري ، المالية العامة مع التطبيق على الجمهورية اليمنية ، دار الفكر المعاصر ، مرجع سابق ، ص 115 .
(2) أحمدالبشاري ، المرجع السابق مباشرة ، نفس الصفحة .
(3) عادل فليح العلي ، مالية الدولة، دار زهران للنشر والتوزيع 2008م ، مرجع سابق ، ص416 .

المبحث الأول

(1 : 5) أثر أذون الخزانة على الاستثمار في الجمهورية اليمنية:

في حين يعتبر الاستهلاك هو أكبر مكونات الناتج المحلي الإجمالي، فإن الاستثمار يعتبر المكون الرئيسي الثاني للناتج المحلي الإجمالي[1] وينقسم الاستثمار إلى ثلاث فئات، شراء منشآت سكنية، والاستثمار في المعدات والمنشآت الثابتة لقطاعات الأعمال، والإضافة إلى البضائع المخزنة، ويعتبر الاستثمار من الناحية النظرية أكثر مكونات الناتج المحلي تعرضا للتغيير وعدم الاستقرار، وهو المسئول الأول عن التقلبات التي نلاحظها في الناتج والدخل والتوظف[2].

وتفرق النظرية الاقتصادية بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص، وذلك طبقاً للملكية أو الدوافع التي تحكم القائمين بكل منها، فالاستثمار العام تقوم به إحدى الهيئات أو المؤسسات الحكومية، أما الاستثمار الخاص فيقوم به الأفراد أو المشروعات الخاصة[3] .

والاستثمار العام في اليمن يعد أحد مكونات الاستثمار القومي، ويتكون من استثمار حكومي واستثمار وحدات اقتصادية واستثمار صناديق التقاعد، وتشكل الاستثمارات الحكومية نسبة كبيرة من الاستثمار الإجمالي، وتهتم هذه الاستثمارات في مجال البنى التحتية أو الخدمات الأساسية أو في مجال الاستثمار في الصناعات الاستراتيجية كصناعة الأسمنت وتكرير النفط، أما الاستثمار الخاص فيعد من أهم العوامل المؤثرة في متطلبات رفع معدل النمو الاقتصادي والتسريع في عملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي فإن زيادة حجم الاستثمار للقطاع الخاص هي من الشروط الأساسية لزيادة النمو الاقتصادي[4]، وكون الاستثمار الخاص هو القيد الأساسي في تحقيق عملية النمو الاقتصادي، وبالتالي المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية، ونظراً لما للاستثمار الخاص من أهمية فقد عولت الخطة الخمسية الأولى على دور القطاع الخاص في رفع معدل النمو الاقتصادي، حيث استهدفت الخطة الخمسية الأولى وضع السياسات والإجراءات

---

[1] بول آ. ساموليسون ، ويليام د. نورد هاوس ، الاقتصاد ،ترجمة هشام عبدالله ، مراجعة أسامة الدماغ ، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001, ص 455 – 466.

[2] أمين محيي الدين، القيود البديلة على الاستثمار في الجمهورية اليمنية، قيد المدخرات المحلية أو قيد النقد الأجنبي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة 1998، ص 36.

[3] أمين محيي الدين، القيود البديلة على الاستثمار في الجمهورية اليمنية، المرجع السابق نفسه، نفس الصفحة.

[4] وزارة التخطيط والتنمية ، كتاب الخطة الخمسية الأولى (1996- 2000) ، ص67 .

الكفيلة بتحقيق هذا القطاع للدور المعول عليه[1]، كما أن الخطة الخمسية الثانية (2001- 2005) قد أولت القطاع الخاص أهمية كبيرة بالتركيز على أهمية الاستثمار الخاص؛ إذ توقعت الخطة أن ترتفع حصة القطاع الخاص من إجمالي الاستثمارات إلى (61.8%) في العام الأخير من الخطة مقابل تخفيض نسبة الاستثمار للقطاعين الحكومي والنفطي إلى (38.2%) من إجمالي الاستثمار[2] .

ورغم تحقق تحسن محدود في مناخ الاستثمارفي فترة الخطة الخمسية الثانية إلا أن قدرته على جذب الاستثمارات الخاصة المحلية والأجنبية ظلت ضعيفة فضلاً عن تباطؤ جهود الخصخصة، وكذلك الاستثمارات في المنطقة الحرة بعدن، وهذا يشير إلى عدم تمكن القطاع الخاص من القيام بالدور المناط به في إطار الخطة والاستراتيجية .

وايضاً جاءت التوجهات العامة للخطة الخمسية الثالثة (2006- 2010) بمراجعة السياسات الاقتصادية ومنظومة القوانين والتشريعات المالية والضريبية بما يعزز فاعليتها في الدفع بالنمو الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار وتحفيز القطاع الخاص للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي وزيادة استثماراته، حيث توقعت الخطة بأن ترتفع حصة القطاع الخاص والأجنبي في المتوسط وبنسبة (62%) من الاستثمار الإجمالي، وكانت توقعات الخطة الخمسية الثالثة بأن يأخذ الاستثمارالخاص إلى إجمالي الاستثمار خلال الفترة (2006 - 2010) النسب التالية :
(59% ، 64% ، 63 % ، 62 % ، 63 %) على التوالي، وكذلك توقعت الخطة بأن يكون حجم الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة (2006 – 2010) على النحو التالي (14% ، 17% ، 18% ، 17% ، 16%)[3] .

ومن خلال استعراض حجم الاستثمارات العامة والخاصة وكذلك دورحجم الإصدارات من أذون الخزانة خلال الفترة (1995- 2007) في تحفيز كل من تلك الاستثمارات من عدمه، ولما كان الاستثمار وتخصيصه وكذلك إنتاجيته هو القيد الأساسي في عملية النمو الاقتصادي فإن هذا المبحث سيخصص لدراسة أثر أذون الخزانة على كل من الاستثمار العام والخاص وكما يلي:

(1) نفس المرجع السابق ، ص ص 67 ،70 .
(2) وزارة التخطيط والتنمية ، كتاب الخطة الخمسية الثانية (2001-2005) ، الجزء الثاني ، ص 94 .
(3) وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الثالثة للتخفيف من الفقر (2006- 2010)، مرجع سابق ، ص57 .

أثر أذون الخزانة على الاستثمار بشقيه العام والخاص :

يعكس الدين العام سواء كان محلياً أو خارجياً آثاره على وضع الميزانية العامة للحكومة، وعلى ميزان المدفوعات من خلال الحساب الجاري، وبالتالي على أداء الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى وضع تقويم الجدارة الائتمانية للبلد .

وهنا ينصب اهتمام هذا البحث في الدين العام المحلي وخصوصاً في أذون الخزانة والتي تعتبر الأداة الأساسية للاستدانة من الداخل في الجمهورية اليمنية، وتنعكس الجدوى والمنفعة الاقتصاديتين لأذون الخزانة بمقدار الاستفادة من مساهمة أذون الخزانة في تمويل التنمية، وقدرة الاقتصاد على أعبائه، وذلك بتحقيق عائد من استثمار تلك الموارد التمويلية المقترضة يزيد عن تكلفة الاقتراض، أو في أقله يوفر في فترات لاحقة الموارد المطلوبة لسداد الأعباء الناجمة عن الدين[1] .

وبإعادة مراجعة ما سبق ذكره من مواد القرار الجمهوري بالقانون رقم (19) لسنة 1995 بشأن الدين العام نجد أن المادة رقم (3) من ذلك القرار قد حددت بتوجيه قيمة السندات الحكومية المصدرة للأغراض التالية: 1- تمويل المشاريع الاستثمارية . 2 - سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة . وكما حددت المادة (8) من ذلك القانون بأن تحدد مدة السندات الحكومية بثلاث سنوات من تاريخ الإصدار قابلة للتجديد لمدد أخرى مماثلة.

ولكن باستعراض آجال أذون الخزانة التي تم العمل بها خلال فترة الدراسة والتي تم استعراضها في الفصل الثاني نجد أن آجالها كانت على النحو التالي (30يوماً ، 91يوماً , 182يوماً ، 364يوماً)، وبالتالي فهي قروض داخلية عادية قصيرة الأجل، ولا تزيد فترة سدادها عن سنة واحدة[2]، وهذه الأذون تستخدم كوسيلة غير تضخمية لتمويل عجز الموازنة ووسيلة نقدية لامتصاص السيولة[3]، وعليه فهذه الأذون قصيرة الأجل لم تخدم العملية الاستثمارية، فالاستثمار الحقيقي يتطلب إصدار سندات غير عادية لمواجهة العجز الحقيقي في الميزانية العامة للدولة من ناحية أن ميعاد استحقاقها يتجاوز ميعاد استحقاق السندات العادية . ومن المقولات الشائعة في منطقة الإسكوا أن حجم القطاع العام في كل من البلدان الأعضاء في الإسكوا كبير، وأن هذا القطاع يضطلع بمعظم الإنفاق الاستثماري .

---

(1) جهاد حمزة ، الأبعاد الاقتصادية الكلية لعلاقة التدفقات الرأسمالية بالاستثمارات وأثرها على النمو ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد(5) أكتوبر – ديسمبر2002 ، ص 90 .

(2) عادل فليح العلي ، مالية الدولة ، دار زهران للنشر والتوزيع 2008م ، مرجع سابق ، ص 155 .

(3) أحمد السماوي ،أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية،مجلةدراسات اقتصادية ، مرجع سبق ذكره ،ص 137 .

وينصب النقاش في أدب نظرية النمو المحفز ذاتياً على أن الاستثمار العام في البنية التحتية والتعليم والخدمات الصحية يخلف أثراً إيجابياً على النمو، غير أنه إذا كان الاستثمار العام مدعوماً بالاقتراض العام قد يكون له أثر عكسي، لا سيما إذا ما اعتمد القطاع العام على الاقتراض المحلي لجمع الأموال؛ لأن أسعار الفائدة ستعوض عن الاستهلاك الخاص والاستثمار الخاص[1]، ولذلك فإنه من الضروري معرفة ما إذا كان الدين العام المحلي (أذون الخزانة) والاستثمار العام يعززان النمو الاقتصادي أو أنهما مزاحمان للاستثمار الخاص في الجمهورية اليمنية، وبالنظر في الجدول التالي (5 : 1) والذي يوضح الاستثمار بشقيه العام والخاص وحجم الاستثمار في أذون الخزانة للفترة (1995 – 2007)، حيث يلاحظ من تحليل هذا الجدول التطورات التالية :-

ـ تراجع معدلات النمو للاستثمار الإجمالي خلال الفترة (1995- 1999) على الرغم من ارتفاع الاستثمار الإجمالي من (112.7) مليار ريال في عام 1995، إلى(278.5) مليار ريال لعام 1999، ولكن معدلات النمو لإجمالي الاستثمار انخفضت من(75%)في عام 1995 إلى (0.7%) لعام 1999، ثم عاود معدل النمو لإجمالي الاستثمار بالارتفاع في العامين (2000 ،2001) وبالنسب التالية (5.9 % ، 10.2%) على التوالي، ثم انخفض في العام 2002 إلى (6.8%)، ثم عاود الارتفاع في العام 2003 إلى (29%) ولكنه انخفض في الفترة (2004 - 2006) حيث وصل معدل النمو في العام 2006 إلى (3.6%)، وارتفع في العام 2007 إلى (22.1%) . وهذا يعكس انخفاض معدلات النمو في الاستثمار الإجمالي وتذبذبها بين الارتفاع والانخفاض، وكان معدل النمو في المتوسط لإجمالي الاستثمار خلال فترة الدراسة بنسبة (22.3%)، وبالمقارنة بمعدل النمو لإجمالي الاستثمار قبل برنامج الإصلاح الاقتصادي، فقد كانت تلك النسبة في عام 1994 (33.6)، وكان متوسط تلك النسبة للفترة(1991 – 1994) بنسبة (38.7%)[2]،.

ـ وبالنسبة للاستثمار العام فقد ارتفع معدل النمو في عام 1996 ووصل إلى(335%)ثم انخفض في العامين(1997، 1998)حيث وصل إلى معدل نمو سالب في العام 1998 وبنسبة(-7.5%)، وارتفع في العامين(1999، 2000) وبالنسب (27.1% ، 27.5 %) على التوالي، ولكنه انخفض في العام 2001 بمعدل (5.1 %) ثم ارتفع في العامين(2002، 2003) ليأخذ المعدلين(29.7 %، 50.1 %)على التوالي، وانخفض ليصل عام 2005 إلى(33.2 %)، وواصل الانخفاض

---

(1) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الإسكوا ، الأمم المتحدة 2005 ، مرجع سابق ص1.
(2) محمد المكردي، الادخار ودوره في النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية، جامعة صنعاء، كلية التجارة ، رسالة ماجستير، 2004 ، ص 100.

ليأخذ معدل نمو سالب في العام 2006 وبنسبة (– 4.6 %)، وارتفع في العام 2007 ليأخذ معدل(46.9%)، وكان متوسط معدل النمو خلال فترة الدراسة حوالي (44.6 %)، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بنفس النسبة للفترة(1991- 1994) والتي كانت(15.5%)، وهذا يدل على ارتفاع معدلات نمو الاستثمار العام في المتوسط للفترة (1995-2007)، ولكن وعند مقارنة نسبة الاستثمار العام إلى كل من الاستثمار الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي كمتوسط للفترة محل الدراسة والتي أخذت النسب التالية(42، 8.66) بالفترة السابقة لبرنامج الاصلاح(1990-1994) والتي أخذت النسب (26.8 ،4.7)[1]، ومع أن معدل الاستثمار العام أخذ نسبة كبيرة من إجمالي الاستثمار، وأخذت النسبة بالارتفاع خلال الخطط الخمسية الأولى والثانية والسنتين الأولى والثانية من الخطة الخمسية الثالثة، حيث كانت تلك النسبة في عام 1995(12.4%)من إجمالي الاستثمار، وارتفعت تلك النسبة ليصبح نسبة الاستثمار العام إلى إجمالي الاستثمار في عام 2007 (65.2%) إلا أن حجم ذلك الاستثمارمن إجمالي الناتج المحلي كانت متدنية، وقد تذبذبت تلك النسبة خلال الفترة(1995-2007)بالارتفاع والانخفاض فكانت بنسبة(2.7%) في عام 1995، لتصل إلى أعلى مستوى لها في عام 2007 وبنسبة (12%)من إجمالي الناتج المحلي، وتعتبرتلك النسبة متدنية، ومتواظعة نتيجة انخفاض مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي عند مقارنتها بالفترة السابقة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي.

-أما القطاع الخاص وحجم الاستثمارات لذلك القطاع فقد نما خلال الفترة(1995- 1998)ولكن بمعدلات متناقصة، وقد أخذ النسب التالية إلى إجمالي الاستثمارات(87.6 %، 64.4%، 64.8%، 74%)على التوالي، ومع هذا فقد ظل حجم الاستثمار الخاص يمثل النسبة الأعلى في عام 1999 وبنسبة(67.1%)من إجمالي الاستثمار، وأخذ حجم الاستثمارالخاص نسباً جيدة من الناتج المحلي الإجمالي، ومع أنها انخفضت في العام 1996 إلى(15%)بعد أن وصلت إلى (19.1%)في العام 1995، ولكنها ارتفعت قليلاً في عام 1997 إلى(16.3%)ووصلت إلى أعلى مستوى لها خلال فترة الدراسة في عام 1998وبنسبة(24.2%)من الناتج المحلي الإجمالي، ولكن تلك النسبة أخذت بالانخفاض سنة بعد أخرى خلا ل الفترة(1999- 2007)فبينما كانت نسبة الاستثمارالخاص إلى الاستثمارالإجمالي والناتج المحلي الإجمالي في عام 1999 (67.1%،15.9%)على التوالي،

(1) محمد المكردي ، الادخار ودوره في النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، جامعة صنعاء ، كلية التجارة ، مرجع سابق ، نفس الصفحة .

جدول رقم (5 : 1) الاستثمار العام والخاص وحجم الاستثمار في أذون الخزانة للفترة(1995- 2007) بالمليار ريال .

البيان / السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	الإجمالي
1- الاستثمار الإجمالي	112.7	170.9	221.2	276.5	278.5	295	325.1	347.1	447.8	519.9	594.5	616	752.4	
- معدل النمو	75	51.6	29.4	25	0.7	5.9	10.2	6.8	29	16.1	14.3	3.6	22.1	
- نسبة إلى الناتج الإجمالي	21.8	23.3	25.2	32.7	23.7	18.9	19.3	18.5	20.7	20.3	18.5	16.4	18.4	
أ - الاستثمار العام	14	60.9	77.8	72	91.5	116.7	122.6	159	238.6	263	350.2	334.2	490.9	
- معدل النمو%	—	335	27.8	7.5 -	27.1	27.5	5.1	29.7	50.1	10.2	33.2	4.6 -	46.9	
- نسبة إلى إجمالي الاستثمار	12.4	35.6	35.2	26	32.9	39.6	37.7	45.8	53.3	50.6	58.9	54.3	65.2	
- نسبة إلى الناتج الإجمالي	2.7	8.3	8.9	8.5	7.8	7.5	7.3	8.5	11	10.3	10.9	8.9	12	
ب - الاستثمار الخاص	98.7	110	143.4	204.5	187	178.3	202.5	188.1	209.2	256.9	244.3	281.8	261.5	
- معدل النمو %	---	11.4	30.4	42.6	8.6 -	4.7 -	13.6	7 -	11.2	22.8	4.9 -	15.3	7.2 -	
- نسبة إلى إجمالي الاستثمار	87.6	64.4	64.8	74	67.1	60.4	.62.3	54.2	46.7	49.4	41.1	45.7	34.8	
- نسبة إلى الناتج الإجمالي	19.1	15	16.3	24.2	15.9	11.4	12	10	9.7	10	7.6	7.5	6.4	
2- الاستثمارات المطلوبة	---	232	276.3	268.5	371.8	487	475.4	537.1	617.9	733.2	917.6	—	—	--
3- الفجوة (1- 2)	---	61.1 -	55.1 -	8	93.3 -	192 -	150.3 -	190 -	170.1 -	213.3-	323 -	—	--	--
4 إصدارات أذون الخزانة (تراكمي) القيمة الفعلية	1.95	39.4	107.7	180.1	235.2	267.3	261.6	289.3	398.4	633.8	790.3	990.9	1217.9	5414
- بحسب التغير في الرصيد	1.95	37.4	68.3	72.4	55.1	32.1	5.7 -	27.7	109.1	235.4	156.5	200.6	227	1218
5 -إجمالي أصول البنوك	178.1	179.3	191.5	212.1	242.1	310.6	375.5	464	563	686.4	783.9	1040.2	1300.4	6527
- قروض وسلفيات البنوك	35.9	36.1	74.2	90.5	102.4	138.9	150.1	184.4	251.3	344.2	406	471.9	655.9	2942
- للحكومة	12	9	36.3	36.3	40	63.2	54.8	75.5	113	158.7	180.2	205.8	296.4	1281
- للقطاع الخاص	23.9	27.1	37.9	54.2	62.4	75.7	95.3	108.9	138.3	185.5	225.8	266.1	359.5	1661
6- نسبة من إجمالي الأصول														
- إجمالي القروض	20.2	20.1	38.7	42.7	42.3	44.7	40	39.7	44.6	50.1	51.8	45.4	50.4	530.7
- قروض الحكومة	6.7	5	18.9	17.1	16.5	20.3	14.6	16.3	20	23.1	23	19.8	22.8	224.2
- قروض القطاع الخاص	13.4	15.1	19.8	25.6	25.8	24.4	25.4	23.4	24.6	27	28.8	25.6	27.6	306.5
7 – نسبة قروض الحكومة +الاحتياطي لدى البنك المركزي إلى الأصول	29.2	37.4	32.2	32.8	33.7	33.6	26.9	27.3	34.6	38.8	41.6	33.8	37.4	439.3
8- نسبة القروض إلى الودائع	40.8	30.1	53.3	54.5	53.9	55.6	48.8	47.6	53	60	63.6	55.4	62.4	
9- نسبة تشغيل قروض القطاع الخاص إلى الودائع	24.4	22.6	27.2	32.6	32.9	30.3	31	28.1	29.2	32.4	35.4	31.3	34.2	

المصدر - وزارة المالية ،نشرة إحصائية مالية الحكومة ، الأعداد(30 ،2007)والعدد(32) لعام 2008 .

- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام 1998 -2007. - وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجهاز المركزي للإحصاء، كتب الإحصاء السنوية للأعوام (2002، 2004، 2006) .

انخفضت تلك النسبة لتصبح في عام2006(45.8%،7.5 %) على التوالي، وكذلك انخفضت تلك النسبة في عام 2007، لتأخذ النسب التالية(34.8% ،6.4%)على التوالي، وهذا بعكس ما خطط لـه بالخطـة الخمسية (2006 - 2010)حيث توقعت الخطـة بـأن تـصل نـسبة الاستثمار الخاص والأجنبي إلى إجمالي الاستثمارما نسبته(62 %)، وتوقعت بأن تصل نسبة الاستثمار الخاص إلى النـاتج المحلي الإجمـالي خـلال العـامين(2006 ،2007)بالنـسب(14%،17%)[1]علـى التـوالي، وكانت النسب المحققة(7.5 ،6.4)، وهي أقل بكثير مما خطط لها وتوقعت لـه الخطـة الخمسية الثالثة، وكذلك كان الحال في عام2005، وهو العام الأخير من الخطة الخمسية الثانية حيث توقعت الخـطة بـأن يكـون نـسبة الاستثمار الخـاص والاستثمار العـام إلـى إجمـالي الاستثمار النـسب التـالية(61.8 %، 38.2)[2] على التوالي، ولكن ما تحقق فعلاً في عام 2005 هو حصول القطـاع الخاص على نسبة(41.1%) من إجمالي الاستثمار وحصول القطـاع العام علـى نـسبة (58.9%) من إجمالي الاستثمار.

ـ وعموماً وعند مقارنـة حجم الاستثمار الخـاص إلـى كل من الاستثمارالإجمالي والنـاتج المحلـي الإجمـالي كمتوسـط خـلال الفتـرة(1995-2007) والبـالغ (58% ، 12.7 %) علـى التـوالي بالفترة(1990-1994) والتي كانت بنسبة(73% ، 13.86) على التوالي، ونلاحظ من البيانـات السابقة ومن الجدول (5 :1) أن الاستثمار الخـاص كـان يغلب عليه الانخفـاض حيث وصـل إلـى أدنـى مـستوى لـه خـلال فتـرة الدراسـة فـي عـام2007 وبنـسبة (34.8) مـن إجمـالي الاسـتثمار وبنسبة(6.4) إلى الناتج المحلي الإجمالي .

ـ وفـي رأي الباحـث فـإن مـن أهم الأسباب وراء ذلك الانخفـاض فـي معدلات الاسـتثمار الحقيقية للقطـاع الخـاص ترجـع إلـى التوجـه نـحو الاستثمار المضمون والآمـن، وذلك بالمشـاركة فـي الاستثمار في أذون الخـزانة (T .bills)لارتفاع الفائدة وهامش الأمان في تلك الأذون واستحواذ الحكومة على نسبة كبيرة من حجم الادخارات المحلية وبالتـالي مزاحمـة الحكومـة للقطـاع الخـاص فيما يعرف بأثر المزاحمة(Crowding out)، حيث يتم سحب السيولة من قبل الحكومـة والتي يجب أن تتوفر للقطاع الخاص لتمويل مشروعات إنتاجيـة وتوجيه النـسبة الأكبـر من تلك السيولة لتمويل مصروفات حكومية استهلاكية[3].

---

(1) وزارة التخطيط والتعاون الدولي، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الثالثة للتخفيف من الفقر (2006 – 2010) ، مرجع سابق ص 57 .
(2) وزارة التخطيط والتنمية ، كتاب الخطة الخمسية الثانية ، الجزء الثاني ، ص 94 .
(3) سعيد النجار، "الخطأ والصواب في سياسة أذون الخزانة "، مرجع سابق.

- وبذلك فأذون الخزانة شكلت تزاحماً بين الحكومة والقطاعات الإنتاجية، والاستثمارية على موارد السيولة والمدخرات المحلية المتاحة في الاقتصاد، ويدل على ذلك حجم الإصدارات الكبيرة من أذون الخزانة ونسبتها إلى العرض النقدي والمدخرات المحلية[1].

- وبالنظر إلى الجدول(5 : 1) والذي بيّن الفجوة بين حجم الاستثمارات المطلوبة وحجم الاستثمارات الفعلية خلال الفترة(1996- 2005)، يلاحظ أن تلك النسبة كانت تأخذ قيماً سالبة خلال الفترة(1996 – 2005) ما عدا عام 1998حيث حققت قيمة موجبة بمبلغ (8)مليار ريال بارتفاع الاستثمارات الفعلية عن الاستثمارات المطلوبة، أما بقية السنوات فقد أخذت قيماً سالبة وكانت تلك الفجوة في العام 1996(- 61.1) مليار ريال، ووصلت إلى أعلى مستوى لها خلال فترة الدراسة في عام 2005بمبلغ(-323) مليار ريال، وهذا يدل على عدم استخدام الادخارات المحلية الاستخدام الأمثل لتغطية حجم الاستثمارات المطلوبة لخطط التنمية .

* وبمقارنة تلك الفجوة بين حجم الاستثمارات المطلوبة وحجم الاستثمارات الفعلية بما تم إصداره من أذون الخزانة بحجم الإصدارات للمصدر والمعاد إصداره بشكل تراكمي حيث يلاحظ من الجدول السابق (5 : 1) ما يلي :-

ـ بالنظر في حجم الإصدارات لأذون الخزانة بالشكل التراكمي نلاحظ أن حجم تلك الإصدارات كانت أعلى من الفجوة بين حجم الاستثمارات المطلوبة وحجم الاستثمارات الفعلية طوال الفترة (1997 -2005)، ويستثنى من ذلك عام 1998 والتي كانت فيه الاستثمارات الفعلية أكبر من الاستثمارات المتوقعة والمخطط لها، وأما في عام 2001 فلم يتم إصدار جديد من أذون الخزانة، وباقي الفترة كانت حجم الإصدارات إلى حجم الفجوة تأخذ النسب التالية(195.5، 252، 139، 174، 152، 234، 297، 245) على التوالي، ومما سبق يتضح لنا استمرار تحقيق فجوة سالبة بين حجم الاستثمارات المطلوبة والفعلية على الرغم من مواصلة إصدارات أذون الخزانة وبأحجام كبيرة، وبنسب أعلى من حجم الفجوة المحققة طوال تلك الفترة، وهذا يوضح لنا أن حجم إصدارات أذون الخزانة خلال فترة الدراسة لم تأت تلبية لتمويل العجز الناجم بين حجم الاستثمارات المطلوبة والفعلية، وإنما جاءت لتمويل جزء من العجوزات المحققة للحساب الجاري في بعض السنوات[2]، وكذلك لامتصاص السيولة النقدية في السوق، وهذا يؤكد حقيقة أن تلك الإصدارات من أذون الخزانة العادية قصيرة الأجل والتي لا تتعدى مدتها سنة واحدة لم تأت لخدمة العملية الاستثمارية الحقيقية والتي تتطلب سندات خزانة متوسطة وطويلة الأجل .

---

(1) نبيل محمد الطيري ، سوق الأوراق المالية في اليمن – الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة ، رسالة ماجستير ، مرجع سابق ، ص 76 .

(2) محمد الأفندي، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 19 .

ـ ولمعرفة الإجراءات التي تمت في الإصلاح الاقتصادي ومنها استحداث أذون الخزانة ودورها في تشجيع الاستثمار في القطاع الخاص، وتوظيف الموارد في مجالات الاستثمار الحقيقي يمكننا فحص بعض المؤشرات خلال الفترة(1995-2007)وكما هو معروض في الجدول (5 : 1) وكما يلي :-

(أ) المؤشر الأول :- نسبة القروض إلى إجمالي أصول البنوك التجارية :

ـــ ارتفعت نسبة القروض الممنوحة للحكومة والقطاع الخاص إلى إجمالي الأصول للبنوك التجارية من (20.2%) في العام 1995 إلى (50.4%) لعام 2007، وبالنظر في الجدول السابق (5 : 1) يمكن رصد الملاحظات التالية :-

ـــ شكلت نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى إجمالي القروض (56.4%) في المتوسط خلال فترة الدراسة، ويلاحظ تذبذب تلك النسبة بين الارتفاع والانخفاض، ومع أنها أخذت نسبة كبيرة من إجمالي القروض إلا أن حجم هذه القروض الممنوحة للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الأصول للبنوك التجارية ما يزال متواضعاً ومتدنياً، حيث بدأت بنسبة(13.4%) من إجمالي أصول البنوك في العام 1995، ثم أخذت تلك النسبة بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض، وقد وصلت إلى أعلى مستوى لها في عام 2005 وبنسبة (28.8%)، ثم انخفضت قليلاً في العام 2007 إلى (27.6%) من إجمالي أصول البنوك التجارية، وأخذت نسبة قروض القطاع الخاص إلى إجمالي أصول البنوك التجارية كمتوسط سنوي خلال فترة الدراسة حوالي (23.6%)، حيث تفضل المصارف التجارية الاستثمار في أذون الخزانة وعمليات إعادة الشراء وشهادات الإيداع[1]، بسبب ارتفاع الفائدة الممنوحة من الحكومة على تلك الأذون وهامش الأمان بدلا من الإقراض للقطاع الخاص وتحقيق معدلات استثمار حقيقي[2].

ـــ وبالنسبة للقروض الممنوحة للحكومة من إجمالي أصول البنوك التجارية فقد كانت بنسبة (6.7%) لعام 1995، وأخذت تلك النسبة بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض حيث وصلت إلى أعلى مستوى لها في عام 2004 وبنسبة (23.1%)، ثم انخفضت قليلاً لتصل إلى (22.8%) في العام 2007.

---

(1) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ،مرجع سابق ، ص270

(2) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن (الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 41 .

ـ أما نسبة القروض الممنوحة للحكومة زائداً الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي فقد أخذت نسبة(29.2%)من إجمالي أصول البنوك التجارية في العام 1995، وأخذت تلك النسبة بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض ووصلت إلى أعلى مستوى لها في العام 2005حيث بلغت تلك النسبة(41.6%)، ثم انخفض قليلاً لتصل إلى نحو(37.4%) للعام2007، أما(المتوسط السنوي لنسبة القروض المقدمة للحكومة + الاحتياطي للبنوك لدى البنك المركزي) إلى إجمالي أصول البنوك خلال فترة الدراسة فقد بلغت حوالي (33.8)، وهذا يدل على الأثر الكبير لمزاحمة الحكومة للقطاع الخاص على موارد الاستثمار، حيث كانت أذون الخزانة هي الأداة الأساسية لتلك القروض الممنوحة للحكومة .

<u>(ب) المؤشر الثاني :ـ مؤشر نسبة القروض إلى إجمالي الودائع :ـ</u>

يقيس مؤشر(نسبة القروض إلى إجمالي الودائع) مدى كفاءة الجهاز المصرفي في الوساطة بين المدخرين وبين المستثمرين، وكلما كانت النسبة أقرب إلى الواحد الصحيح كانت الكفاءة في حدها الأقصى والأفضل.

ويظهر الجدول السابق(5: 1) نسبة القروض إلى إجمالي الودائع، أن قدرة الجهاز المصرفي على تشغيل وتوظيف الموارد قد ارتفعت من (40.8%) للعام 1995، إلى (63.6%) في العام 2005 وهي أعلى مستوى لها، ثم انخفضت هذه النسبة قليلاً ووصلت إلى (62.4%) في العام 2007.

ـ ومن الملاحظ أن هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح في جميع سنوات الدراسة والذي يبين الكفاءة القصوى لتوظيف الودائع في مجالات الاستثمار الحقيقي، وبالتالي فإن كفاءة الجهاز المصرفي في توظيف الأموال ما تزال أقل من الحد الأقصى والأفضل، وخاصة إذا ما استعرضنا نسبة تشغيل وتوظيف القروض للقطاع الخاص إلى إجمالي الودائع، حيث يلاحظ أن تلك النسبة شكلت حوالي (24.4%) لعام 1995، وأخذت تلك النسبة بالتذبذب بين الانخفاض والارتفاع ووصلت إلى أعلى مستوى لها وبنسبة (35.4 %) لعام 2005، ثم انخفضت إلى (34.2%) لعام 2007، وقد كانت النسبة المتوسطة لتشغيل قروض القطاع الخاص إلى إجمالي الودائع خلال فترة الدراسة حوالي (30%)، وهذه النسبة توضح نطاق ضعف فاعلية البنوك في توظيف الودائع في مجالات الاستثمار الخاص.

ـ وفي رأي الباحث فإن هذا يعزى إلى عدة أسباب من أهمها :-

أثر الإزاحة، حيث تنافس الحكومة القطاع الخاص على موارد الاستثمار ويتضح ذلك من الاستعراض أعلاه، والذي وضح نسبة القروض للحكومة زائداً الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي، وهذا يعكس تفضيل المصارف الاستثمار في أذون الخزانة، نظراً للمميزات المتعددة لتلك الأذون، حيث قامت الحكومة بسحب السيولة النقدية من البنوك التجارية والمؤسسات والجمهور ولم يتم استخدامها بالكامل لتمويل العجز في الموازنة العامة وإنما استخدام جزء منها لتمويل جزء من ذلك العجز[1]، وكان ذلك على حساب القطاع الخاص وصعوبة تنافسه مع الدولة للحصول على موارد الاستثمار لتمويل المشاريع المختلفة ذات الطابع الخاص لدى الجهاز المصرفي، باعتبار أن ذلك سيؤدي بالضرورة إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج، وبسبب المزايا المعطاة لأذون الخزانة ومنها ارتفاع سعر الفائدة أدى ذلك بدوره إلى ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض لدى البنوك التجارية والذي أدى إلى انتقال الاستثمار إلى حد ما من الجانب الإنتاجي طويل الأجل والتوجه نحو الاستثمار قصير الأجل مثل (أذون الخزانة)[2].

---

[1] عبدالله غالب المخلافي ، قراءه في أوراق الحلقة النقاشية التي أقامها مجلس الشورى حول أذون الخزانة في15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية العدد (10)، يناير – مارس 2004، ص 113.

[2] نزار عبدالله باصهيب ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية ، مرجع سابق ، ص 1991 .

المبحث الثاني

(5 : 2) أثر أذون الخزانة على النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية :

يعتمد النمو الاقتصادي في أي بلد على مدى استجابة الاستثمار المحلي بشقيه العام والخاص لتحقيق الأهداف المرجوة منه، ويعد محور النمو الاقتصادي أحد أهم المحاور الرئيسة في البنى الاستراتيجية والتخفيف من الفقر، وهو يعكس حجم الزيادة الحقيقية في توليد القيم المضافة الجديدة على صعيد الناتج المحلي الإجمالي .

وإذا كانت الوظيفة الرئيسة الأولى للجهاز المصرفي هي حشد وتجميع المدخرات، حيث يعتبر الادخار المحلي حجر الزاوية لأية خطة من خطط التنمية فإذا كان معدل الادخار المحلي كبيراً كان معدل النمو المحقق كبيراً والعكس بالعكس[1]، فإن الوظيفة الرئيسة الثانية للجهاز المصرفي تتمثل في قيامه بتوفير التمويل اللازم لعملية التنمية، وهي الوظيفة الأكثر أهمية من وجهة نظر رواد التنمية الاقتصادية، وتعتبر القروض الممنوحة من الجهاز المصرفي من المصادر الهامة لتمويل مشروعات التنمية، وتنقسم القروض إلى نوعين بحسب الأهداف النهائية أو بحسب الآجال, حيث تنقسم القروض من حيث أهدافها النهائية إلى قروض تجارية وصناعية وزراعية وخدمية وقروض البناء والتشييد والقروض الأخرى، أما تقسيم القروض من حيث آجالها فتنقسم إلى قروض قصيرة الأجل، وقروض متوسطة وطويلة الأجل .

وما يفيد عملية التنمية هي تلك القروض ذات الآجال المتوسطة والطويلة الأجل.

وعليه سوف يتم في هذا المبحث معرفة مدى مساهمة الاستثمار العام في الناتج المحلي الإجمالي، والذي حقق نسبة عالية من الاستثمار الإجمالي، حيث تم سحب المدخرات المحلية بواسطة أذون الخزانة، لذلك سوف يتم استعراض الاستثمار العام ومدى كفاءته ومساهمته في الناتج المحلي الإجمالي، وسوف يتم بعدها استعراض دور البنوك التجارية في تقديم الائتمان للقطاع الخاص ومدى توظيف ذلك الائتمان في مجالات الاستثمارات المختلفة، وكذلك استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة ومقارنتها إلى كل من (إجمالي حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص والحكومة، وإجمالي الأصول والودائع لتلك البنوك) .

---

(1) رمزي زكي ، مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية ، الدار القومية للطباعة والنشر ، القاهرة ،1996، ص 21.

أولاً : الاستثمار العام ومدى كفاءته في توظيف المدخرات المتحصلة من أذون الخزانة ومساهمتها في النمو الاقتصادي :-

العلاقة بين أذون الخزانة والنمو الاقتصادي ليست مباشرة، بل هي علاقة غير مباشرة، إذ يؤثر حجم إصدارات أذون الخزانة وسحبها للسيولة النقدية على الاستثمار، وبالتالي فإن النمو الاقتصادي يتأثر بالاستثمار والذي يتأثر بدوره على معدل الادخار الوطني، وبالتالي فإنه لا مناص من أن تعمل الدول بطريقة أو بأخرى على الارتفاع بمعدل الادخار الوطني فيها إلى مستويات عليا تتناسب مع احتياجات التنمية[1]، وبالنسبة للوضع في اليمن فقد ظل الاستثمار العام يمثل نسبة عالية من الاستثمار الإجمالي، ففي حين كان متوسط النسبة للاستثمار العام إلى إجمالي الاستثمار خلال الفترة (1990-1994) ما يقارب (27 %)[2]، يتضح من بيانات الجدول التالي (5 : 2) أن متوسط نسبة الاستثمار العام خلال الفترة (1995-2005) شكل ما يقارب (39%) من الاستثمار الإجمالي وهي نسبة مرتفعة، إذا ما قورنت بحجم الاستثمارات المتوقعة للخطط الخمسية الأولى والثانية، وهنا تطرح التساؤلات التالية نفسها وهي هل قام الاستثمار العام بالدور المطلوب منه في عملية التنمية؟ وما مدى مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي خصوصاً بعد استخدام أذون الخزانة في سحب كمية كبيرة من المدخرات ؟ ولمعرفة كفاءة الاستثمار العام يمكن استخدام نموذج هارود ودومار في النمو من خلال المعادلة التالية[3] : $g t = I / V$

وتعني الرموز :-

g = النمو الاقتصادي السنوي.

I = الاستثمار العام.

V = معامل رأس المال.

T = تعني الزمن.

وبإجراء عملية الحساب لنسبة مساهمة الاستثمار العام في النمو والذي يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي (5 : 2)، والذي يوضح الاستثمار العام ومدى مساهمته في النمو الاقتصادي السنوي للفترة (1995-2005)، ومن خلال دراسة البيانات التي يحويها الجدول يتضح ما يلي :

---

(1) نفس المرجع السابق ، ص 116 .

(2) محمدالمكردي ، الادخار ودوره في النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، جامعة صنعاء ، كلية التجارة ، مرجع سابق ، ص100.

(3) محمدالمكردي ، نفس المرجع السابق ، ص103 .

ـ كانت مساهمة الإنفاق الاستثماري العام في معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي في عام 1995 منخفضة وبنسبة (0.53%) عند معامل رأس المال للخطة الخمسية الثالثة(1987-1991) (5.1)، واستمر العمل بذلك المعامل في الفترة(1990-1994)، ولكن مساهمة الاستثمار العام في معدل النمو الاقتصادي ارتفعت في سنوات الخطة الخمسية الأولى(1996- 2000) إذ بلغ متوسط مساهمة الاستثمار العام في معدل النمو الاقتصادي في سنوات الخطة الخمسية الأولى (1.88 %)

جدول رقم (5 : 2) مساهمة الاستثمار العام في النموالاقتصادي خلال الفترة (1995- 2005) مليار ريال .

البيان / السنة	الناتج الإجمالي بسعر السوق (1)	الإستثمار العام (2)	نسبة الاستثمار العام إلى الناتج (3)	مساهمة الإستثمار العام في النمو الاقتصادي (4) = 3 ÷ معامل رأس المال	مساهمة الاستثمار الخاص والأجنبي (5)	معدل النمو السنوي (6)
1995	516.6	14	2.7	0.53 = 5.1 ÷ 2.7	5.14	5.67
1996	733.6	60.9	8.3	1.9 = 4.34 ÷ 8.3	2.73	4.63
1997	878.9	77.8	8.8	2.02 = 4.34 ÷ 8.8	3.21	5.23
1998	844.2	72	8.5	1.96 = 4.34 ÷ 8.5	4.05	6.01
1999	1172.8	91.5	7.8	1.79 = 4.34 ÷ 7.8	1.99	3.78
2000	1560.9	116.7	7.5	1.73 = 4.34 ÷ 7.5	4.45	6.18
2001	1684.6	122.6	7.3	1.43 = 5.1 ÷ 7.3	2.37	3.80
2002	1878	159	8.5	1.67 = 5.1 ÷ 8.5	2.27	3.94
2003	2160.6	238.6	11	2.16 = 5.1 ÷ 11	1.59	3.75
2004	2563.5	263	10.3	2.02 = 5.1 ÷ 10.3	1.95	3.97
2005	3208.5	350.2	10.9	2.14 = 5.1 ÷ 10.9	3.45	5.59

المصدر: - وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي 2006.

- وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي 2004.
- وزارة التخطيط والتعاون الدولي، الجهاز المركزي للإحصاء، كتاب الإحصاء السنوي 2002.
- وزارة المالية ،نشرة إحصائية مالية الحكومة ، الأعداد(30 ،2007)والعدد(32) لعام 2008 .
- النسب من عمل الباحث .

بينما ارتفع متوسط نسبة مساهمة الاستثمار العام قليلاً وبنسبة بسيطة ليصل إلى(1.89%) في سنوات الخطة الخمسية الثانية(2001 –2005)، وأخذ المتوسط العام لنسبة مساهمة الاستثمار العام في معدل النمو الاقتصادي خلال الفترة(1995-2005) ما يقارب(1.76%)ويلاحظ أن هذه النسبة منخفضة مما يوحي بأن الاستثمار العام لم يكن عند الطموح الذي إستهدفته خطط التنمية في اليمن، بل إن تلك النسبة كانت متواضعة مقارنة بنفس النسبة المحققة للفترة(1990-1994) والتي كانت بنسبة(0.92%)[1]، على الرغم من الظروف السياسية والاقتصادية الصعبة التي مرت بها تلك الفترة.

[1] محمدالمكردي ؛ الادخار ودوره في النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، جامعة صنعاء ، كلية التجارة ، المرجع السابق نفس الصفحة.

ثانياً : - البنوك التجارية ومدى كفاءتها في توزيع الائتمان المقدم للاستثما ر الخاص بحسب الآجال والأنشطة الاقتصادية :-

تناولنا فيما سبق حجم الائتمان المقدم للقطاع الخاص وتواضع ذلك الحجم من الائتمان قياساً بحجم الودائع التي بحوزة البنوك التجارية، ونتطرق الآن إلى التساؤلات التي تطرح نفسها وهي هل تم توظيف وتوجيه هذه القروض المتواضعة في المجالات الاستثمارية التي تساهم في عملية التنمية الاقتصادية ؟ وكم يمثل الائتمان المتوسط والطويل الأجل من إجمالي الائتمان باعتباره الأكثر فائدة في دعم المشاريع التنموية ؟ وكم نسبة مشاركة البنوك التجارية في الاستثمارفي أذون الخزانة ونسبة تلك المشاركة إلى إجمالي القروض المقدمة للقطاع الخاص و إلى حجم أصول البنوك، وكذلك إلى إجمالي الودائع للبنوك التجارية ؟

وباستعراض بيانات الجدول التالي (5 : 3) نستنتج الملاحظات التالية :-

(أ) القروض قصيرة الأجل المقدمة للقطاع الخاص من البنوك التجارية :

قطاع الزراعة :- يعتبر قطاع الزراعة من القطاعات الحيوية الهامة في الاقتصاد اليمني، وهو الأكثر أهمية لاستيعاب العمالة اليمنية حيث يستوعب ما يقارب (52%)[1] من قوة العمل، ويوفر معيشة حوالي (75%) من السكان، ولذلك فإن هذا القطاع يحتاج إلى المزيد من الاهتمام والدعم ليتمكن من المساهمة في دعم مسيرة التنمية الاقتصادية إلا أن الملاحظ من تلك القروض المقدمة لهذا القطاع متدنية ولا تلبي متطلبات التنمية، حيث كان متوسط نسبة القروض المقدمة لهذا القطاع إلى إجمالي القروض (1.3) خلال الفترة (1990-1994)[2]، وبملاحظة نسبة قروض القطاع الزراعي إلى إجمالي القروض كما يعرضها الجدول التالي (5 : 3)خلال الفترة(1995- 2007) نجد أنها أخذت نسبة متوسطة من إجمالي القروض لم تتعد (1.9%) حيث كانت نسبة القروض لهذا القطاع في عام 1995 (1.1%) من إجمالي القروض، وأخذت تلك النسبة (0.83%) في العام 2007، مما يدل على عدم الكفاءة في تخصيص الموارد التمويلية وتوزيعها على القطاعات الإنتاجية[3].

---

(1) وزارة التخطيط والتنمية ، الخطة الخمسية الثانية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (2001 – 2005) صنعاء ،2001 ،ص 179

(2) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ،مرجع سابق ، ص273.

(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقرير السنوي 2007 ، ص 41- 42 .

جدول رقم (5 : 3) دور البنوك التجارية في تقديم الائتمان والنهوض بعمل التنمية خلال الفترة (1995- 2007)   مليون ريال

البيان / السنة	القروض قصيرة الأجل: نسبة إلى إجمالي قروض البنوك التجارية للقطاع الخاص %: تمويل الزراعة	تمويل الصناعة	تمويل البناء والتشييد	تمويل التجارة	تمويل الخدمات وأخرى	مجموع القروض قصيرة الأجل	نسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي القروض %	القروض المتوسطة والطويلة الأجل	نسبتها إلى إجمالي القروض %	استثمارات البنوك الإسلامية	نسبتها إلى إجمالي القروض %	إجمالي القروض شاملة القروض والتسهيلات المصنفة للقطاع الخاص (1)	القروض المقدمة للحكومة (2)	استثمارات البنوك في أذون الخزانة بالقيمة الفعلية
1995	1.1	10.4	---	72.1	6.5	31242	90.1	3448	9.9	---	---	34690	1295.4	877
1996	1.4	12.7	---	68.7	10	22675.5	92.88	1738	7.12	---	---	24414.5	6963.3	21068
1997	0.4	24.4	---	61.3	6.1	33058.6	92.2	2774	7.8	---	---	35832.6	34872.5	31618
1998	0.08	7.1	1.4	39.5	20.3	31417.9	68.34	4844.1	10.54	9706	21.11	45968	36266.7	33937.4
1999	0.19	4.2	3	22.86	23.6	33647	53.9	4725	7.6	13444	21.5	62426	39972.4	37665.1
2000	0.8	4.8	2.2	17.7	17.2	32428.7	42.8	3408.9	4.5	19707	26	75746.6	63172.5	60865.2
2001	0.87	6.2	1.5	18.7	18.6	43711.2	45.9	4149	4.4	23270	24.4	95318	54813.9	51186.6
2002	0.66	6	2	15.3	12.7	40078.5	36.7	5617	5.1	38789.5	35.5	109221.6	75214.7	72907.5
2003	0.4	5.4	2.9	13.2	15.4	51162.3	37.2	5550	4	54369.9	39.4	137842.2	112467.4	110160
2004	0.98	6.4	2.1	12.5	13.5	65152.9	35.5	7263.6	3.95	79263.8	43.2	183611.2	158679.6	156372.3
2005	0.94	4.6	3.8	16.4	11.9	83821.2	37.6	8872 4	3.98	93379.6	41.9	222691.4	180205.2	177898
2006	1.1	6.1	2.5	20	11.98	109528.5	41.6	5057.4	1.9	102959.6	39.1	263002.4	202693	195925
2007	0.83	6.4	1.95	14.5	15.9	142130.5	39.5	17457.5	4.8	150269.4	41.8	359694.6	289342	282574.2
الإجمالي والمتوسط	0.82	6.4	2.3	19.7	14.3	720054.8	43.4	74904.9	4.5	585158.8	35.5	1658707.6		

المصدر :- البنك المركزي اليمني الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التقارير السنوية ، أعداد متفرقة .

- البنك المركزي اليمني ، نشرة إحصائية فصلية ، إبريل – يونيو 1999 ، ص19- 20 . نشرة إحصائية فصلية ، أكتوبر – ديسمبر 1999 ،ص 19 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية ،، يناير – مارس 2003 م ، ص 19 .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ،، نوفمبر 2006 ، ص 15 .
- البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، سبتمبر 2008م، ص 7.
- البنك المركزي اليمني، قطاع الرقابة على البنوك، تطورات الميزانية الموحدة للبنوك التجارية، أعداد متفرقة.
- النسب من عمل الباحث.

قطاع الصناعة :- يحتل قطاع الصناعة أهمية كبيرة في تحديث الاقتصاد ودفع عملية التنمية، ولكي يقوم هذا القطاع بالدور المطلوب، فإنه يحتاج إلى تمويلات كبيرة وذات آجال متوسطة وطويلة الأجل، وهذا ما لا يتوفر في القروض قصيرة الأجل، ومنها أذون الخزانة المعمول بها في الجمهورية اليمنية منذ عام 1995، وبملاحظة نصيب هذا القطاع إلى إجمالي القروض نجد أن متوسط نسبة القروض المقدمة للقطاع الصناعي إلى إجمالي القروض كانت (8%) خلال الفترة(1990-1994)[1]، ومن الملاحظ باستعراض بيانات الجدول السابق (5 : 3) أن القروض المقدمة لهذا القطاع في اليمن لا تأخذ دورها في عملية التنمية، ولا تزال تلك التمويلات متواضعة ولا تلبي احتياجات وتنمية وتطوير هذا القطاع بالشكل المطلوب، حيث لم يتجاوز متوسط نسبة إجمالي القروض المقدمة لهذا القطاع خلال الفترة (1995- 2007) نسبة (14.7%) من إجمالي القروض قصيرة الأجل المقدمة للقطاع الخاص، علاوة على ذلك أن هذه القروض تركزت في تمويل المواد الخام، وهذا يعكس توجه البنوك التجارية اليمنية في التركيز على الائتمان التقليدي القصير الأجل الهادف إلى تحقيق الربح السريع، ويلاحظ من بيانات الجدول السابق (5 : 3) أن متوسط نسبة القروض المقدمة للقطاع الصناعي إلى الإجمالي العام للقروض الممنوحة من البنوك التجارية خلال الفترة(1995- 2007) لم تتجاوز نسبة (6.4%)، ويلاحظ أن تلك النسبة متواضعة جداً حيث بلغ أكبر قرض قصير الأجل قدم لهذا القطاع (22978)[2] مليون ريال في عام 2007، ويتضح مما سبق انعكاس تدني حجم الائتمان المقدم للقطاع الصناعي قصير الأجل في اليمن.

القطاع التجاري : يلاحظ من بيانات الجدول (5 : 3) أن هذا القطاع استأثر على النصيب الأكبر من التسهيلات الائتمانية للأجل القصير وأخذ نسبة متوسطة من إجمالي القروض المقدمة للقطاع الخاص خلال فترة الدراسة بلغت (19.8%)، ومع أن حجم الائتمان المقدم لهذا القطاع قد تراجع في العام 2007 وأخذ نسبة(14.5%)من إجمالي قروض القطاع الخاص مقارنة بنسبة(20%)في العام السابق، إلا أن هذا القطاع قد أخذ نسبة كبيرة من إجمالي القروض الممنوحة للقطاع الخاص، وهذا يؤكد غلبة الائتمان قصير الأجل على طبيعة التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص من البنوك التجارية، مما يعكس اقتصار هذه التسهيلات على تمويل الصفقات التجارية قصيرة الأجل

---

(1) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، مرجع سابق ، ص273.
(2) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، سبتمبر 2008م، ص 7.

وتمويل قطاع الخدمات سريع الدوران[1] حيث احتل القطاع التجاري بالمتوسط خلال فترة الدراسة مركز الصدارة يليه قطاع الخدمات.

- وفي رأي الباحث ونتيجة للاستعراض السابق لحجم القروض قصيرة الأجل المقدمة للقطاع الخاص من البنوك التجارية وسياسة هذه البنوك في التمويل والتي تركزت على منح التمويلات قصيرة الأجل، وعلى الرغم من تراجع تلك النسبة إلى إجمالي القروض الممنوحة للقطاع الخاص من (92.88%) في عام 1996 إلى(39.5%) من نسبة القروض الممنوحة لعام 2007، وكان ذلك بسبب دخول البنوك الإسلامية كمنافس في استقطاب المدخرات ومنح القروض للقطاع الخاص، ومع ذلك يبقى حجم القروض قصيرة الأجل يأخذ النسبة الأكبر من حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، حيث بلغ متوسط نسبة تلك القروض إلى إجمالي القروض خلال الفترة(1995-2007) حوالي (43.4%)، حيث مالت السياسة الائتمانية إلى تفضيل تمويل القطاع التجاري نظراً لارتفاع درجة سيولة القروض التجارية وسرعة تصفيتها، وضمان إيفائها عند الاستحقاق، وهذا الأمر جعل قروض البنوك التجارية تتركز في الأجل القصير، وتجنبت إلى حد ما التمويل الزراعي والصناعي الطويل الأجل والذي يعتبر الأساس في عملية التنمية الاقتصادية[2]، وهذا يشير إلى فشل السياسة النقدية في توجيه الائتمان المصرفي نحو القطاعات الإنتاجية التي يعول عليها في النهوض بعملية التنمية الاقتصادية في اليمن .

<u>(ب) القروض المتوسطة والطويلة الأجل المقدمة للقطاع الخاص من البنوك التجارية :</u>

وباستعراض بيانات الجدول السابق (5 : 3) وقراءة الأرقام التي تم استثمارها في القروض المتوسطة والطويلة الأجل، يتضح لنا أن نسبة هذه القروض قد أخذت بالتراجع، حيث تراجعت من نسبة (9.9%) من إجمالي القروض المقدمة للقطاع الخاص لعام 1995 إلى (4.8 %) لعام 2007، وقد أخذت تلك القروض نسبة متوسطة إلى إجمالي القروض خلال فترة الدراسة (1995- 2007) بحوالي (4.5%)، مقارنة بنسبة متوسطة للفترة(1990-1994) بلغت(6.2%)[3]، وقد بلغ إجمالي الائتمان المتوسط والطويل الأجل المقدم للقطاع الخاص لمختلف القطاعات الاقتصادية خلال فترة الدراسة حوالي (74904.9) مليون ريال، وبنسبة

---

(1) نعمان عبدالله علي غلاب ، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية ، دراسة تطبيقية على المصارف التجارية العاملة في اليمن، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، رسالة دكتوراه 2006، ص76.

(2) عبد المنعم السيد علي ، دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية ، المنظمة العربية للتربيه والثقافة والعلوم ، القاهرة 1975م ، ص 142 .

(3) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، مرجع سابق ، ص272.

متوسطة الى اجمالي القروض (4.5%)، بينما بلغ إجمالي الائتمان القصير الأجل المقدم للقطاعات الاقتصادية المختلفة (720054.8) مليون ريال لنفس الفترة، وبنسبة متوسطة من إجمالي القروض بلغت (43.4%) .

ــ ومن وجهة نظر الباحث من الاستعراض السابق فالبيانات تعكس إحجام توسع البنوك التجارية في اليمن في منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، ومن بين الأسباب وراء إحجام تلك البنوك في منح تلك الأنواع من القروض، الاستثمار في أذون الخزانة، والتي شكلة متنفساً لتلك البنوك إلى جانب الاستثمار في عمليات إعادة الشراء، وشهادات الإيداع نظراً لما تتميز به تلك القنوات من عائد مجز، ومخاطرمتدنية وكذلك إعفاؤها من الضرائب، وساعد على التوسع الكبير للبنوك في الاستثمار في أذون الخزانة عدم وجود بيئة استثمارية مشجعة وملائمة.

(ج)استثمارات البنوك الإسلاميه :- يتضح من بيانات الجدول السابق(5 : 3)والذي اشتمل على استثمارات البنوك الإسلامية، حيث لم تتوفر بيانات عن حجم تلك الاستثمارات بشكل واضح إلا منذ عام 1998، وذلك بحسب النشرات والتقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي اليمني، حيث بدأت تلك الاستثمارات المقدمة من البنوك الإسلامية للقطاع الخاص بمبلغ(9706)مليون ريال في العام 1998، وبنسبة(21.1%)من إجمالي القروض المقدمة من البنوك التجارية والإسلامية، وارتفعت تلك الاستثمارات إلى(150269.4)[1] مليون ريال لعام 2007، وبنسبة(41.8%)من إجمالي القروض المقدمة من البنوك التجارية والإسلامية، وكان متوسط نسبة استثمارات البنوك الإسلامية خلال الفترة (1995 -2007) ما نسبته(35.5%) من إجمالي قروض البنوك التجارية للقطاع الخاص، وهي نسبة مرتفعة تدل على نجاح هذه البنوك وقدرتها على تنفيذ الاستثمارات رغم قصر الفترة الزمنية لبدء نشاطها[2]، وتوضح البيانات الرسمية للبنك المركزي أن البنوك الإسلامية لم تساهم بشكل فاعل في تنمية القطاع الزراعي حيث كان نصيب هذا القطاع متواضعاً وقد أخذ نسبة (0.63%)[3] للعام 1998، وارتفعت تلك النسبة إلى أعلى مستوى لها في عام 2001، حيث بلغت (2.4%)[4] من إجمالي الاستثمارت لتلك البنوك، ومما يدل على تدني مساهمة تلك البنوك في الاستثمار في هذا القطاع أن متوسط الأهمية النسبية لقطاع الزراعة خلال الفترة(1998-2007)لم تتجاوز(1.1%)من إجمالي استثمارات تلك البنوك، وهذا يعكس حقيقة عزوف هذه

---

(1) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، سبتمبر 2008م ، ص 7 .

(2) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية،رسالة دكتوراه ،مرجع سابق،ص 278.

(3) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية أكتوبر ــ ديسمبر 1999 ، ص19 .

(4) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، التطورات النقدية والمصرفية ، مارس 2008م ، ص 7 .

البنوك عن الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل كما هو الحال في البنوك التجارية لكونها تحتوي على بعض المخاطرة كون القطاع الزراعي تتحكم في إنتاجيته عوامل خارجية كمعدل سقوط الأمطار الذي يتغير من سنة لأخرى[1]، أما استثمارات البنوك الإسلامية فقد تركزت في المجالات التجارية والصناعية، حيث استحوذ القطاع التجاري على النصيب الأوفر من إجمالي تلك الاستثمارات، وقد بلغ متوسط نصيبه خلا ل الفترة (1998 - 2007) نسبة (42.8%) من إجمالي تلك الاستثمارات، ويأتي في المرتبة الثانية القطاع الصناعي، وقد بلغ متوسط نسبة الاستثمارات المخصصة لهذا القطاع حوالي (22.3%) من إجمالي استثمارات البنوك الإسلامية خلال الفترة نفسها، وهذا يعتبر مؤشر جيد لأن القطاع الصناعي من القطاعات التي تساهم في رفد مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ولكن يغلب على هذه الاستثمارات الصناعية في المواد الخام التي تتصف بكونها قصيرة الأجل، وبالتالي فتأثيرها في دعم التنمية ظل محدوداً، وقد يعزى ذلك إلى عدم تنوع الفرص الاستثمارية التي تطرحها البنوك الإسلامية، حيث اقتصر معظم نشاطها التمويلي على صيغة المرابحات، والتي تصنف بأنها أداة استثمارية قصيرة الأجل[2] .

(د)استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة (T . bills) المصدرة :

يتضح تطورمشاركة البنوك التجارية في الاستثمار في أذون الخزانة (ونستثني من ذلك البنوك الإسلامية) نظراً للحرج من التعامل بالفائدة بسبب شبهة الربا[3]، ورغم أن البنوك الإسلامية لم تشارك في الاستثمار في أذون الخزانة، إلا أن بقية البنوك التجارية وجدت من مصلحتها ومصلحة عملائها (أصحاب الودائع) توجيه جزء كبير من ودائعها للاستثمار في أذون الخزانة نظراً لما توفره الحكومة لهذه الأذون من مميزات مغرية، وبذلك فأذون الخزانة تعتبر عامل جذب للمستثمرين، ومن هؤلاء المستثمرين البنوك التجارية، وأصبحت تلك الأذون تحقق متنفساً للبنوك التجارية لتوظيف مواردها بغض النظر عن تأثيرها السلبي على التنمية بسبب توجيه هذه المبالغ المتحصلة بواسطة أذون الخزانة للإنفاق الاستهلاكي وليس للإنفاق الاستثماري، ويتضح من بيانات الجدول(5 : 4) الدورالمتنامي لاستثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة خلال الفترة (1995- 2007) فقد ارتفعت بشكل ملحوظ حيث بدأت بمبلغ

---

(1) ضيف الله القطابري ، دورالسياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية،رسالة دكتوراه ،مرجع سابق ،ص 281

(2) المرجع السابق نفسه ، ص 282 .

(3) نعمان عبدالله علي غلاب ، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية ، رسالة دكتوراه ،مرجع سابق، ص 105.

(877) مليون ريال بالقيمة الفعلية، وهي بداية الاصدار الأول لأذون الخزانة، ثم ارتفع حجم مشاركة البنوك التجارية في الاستثمار في أذون الخزانة وبالقيمة الفعلية (قيمة الشراء) سنة بعد أخرى حتى وصلت إلى أعلى مستوى لها بمبلغ (282574.2) مليون ريال في عام 2007، وبمقارنة حجم استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة إلى بعض الأنشطة الخاصة بتلك البنوك والموضحة بالجدول التالي (5 : 4) يتضح لنا ما يلي :-

جدول رقم (5 : 4) استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة ونسبتها إلى قروض وأصول وودائع البنوك التجارية للفترة (1995- 2007) مليون ريال .

البيان / السنة	حجم قروض القطاع الخاص (1)	حجم القروض للحكومة (2)	إجمالي القروض (3)	استثمارات البنوك في أذون الخزانة بالقيمة الفعلية (4)	إجمالي أصول البنوك التجارية. (5)	إجمالي الودائع (6)	نسبة (1 : 4)	نسبة (2 : 4)	نسبة (5 : 4)	نسبة (6 : 4)
1995	34690	1295.4	35985.4	877	178145	97965	2.5	67.7	0.49	0.89
1996	24414.5	6963.3	31377.8	6553	179252	119824	26.8	94.1	3.7	5.5
1997	35832.6	34872.5	70705.1	31618	191487	139160	88.2	90.7	16.5	22.7
1998	54216.5	36266.7	90483.2	33937.4	212059	165979	62.6	93.6	16	20.4
1999	62426	39972.4	102398.4	37665.1	242146	189845	60.3	94.2	15.5	19.8
2000	75746.6	63172.5	138919.1	60865.2	310585	249796	80.3	96.3	19.6	24.4
2001	95318	54813.9	150131.9	51186.6	375503	307309	53.7	93.4	13.6	16.7
2002	109221.6	75214.7	184436.3	72907.5	464004	387805	66.7	96.9	15.7	18.8
2003	137842.2	112467.4	250309.6	110160	562996	474452	79.9	97.9	19.7	23.2
2004	183611.2	158679.6	342290.8	156372.3	686436	573540	85.2	98.5	22.8	27.3
2005	222691.4	180205.2	402896.6	177898	783880	637959	79.9	98.7	22.7	27.9
2006	263002.4	202693.1	465695.5	195925	1040196	851044	74.5	96.7	18.8	23
2007	359694.6	289342.3	649036.9	282574.2	1300410	1050932	78.6	97.7	21.7	26.9
الإجمالي	1658707.6	1255959	2914666.6	1218539.3	6527099	5245610	73.5	97	18.7	23.2

المصدر :- - البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية ، إبريل – يونيو 1999 ، صفحات متفرقه .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية فصلية ، يناير – مارس 2003 ، صفحات متفرقه .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر 2006 ، صفحات متفرقه .
- البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة التطورات النقدية والمصرفية ، سبتمبر 2008م ، صفحات متفرقه .
- البنك المركزي اليمني ، قطاع الرقابة على البنوك ، تطورات الميزانية الموحدة للبنوك التجارية ، أعداد متفرقه .
- النسب من عمل الباحث.

ـــ شكل حجم استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة ما نسبته في المتوسط من إجمالي القروض الممنوحة للقطاع الخاص (73.5%)، وهي نسبة مرتفعة وكان ذلك بسبب المميزات التي قدمتها الحكومة لأذون الخزانة والتي أدت إلى استقطاب الفوائض النقدية للجهاز المصرفي

بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية[1]، وهذا يساهم في مزيد من الإحباط لدور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي .

ـ ويلاحظ من بيانات الجدول السابق ارتفاع القروض المقدمة للقطاع الخاص حيث ارتفعت من (34690) مليون ريال في عام 1995، ووصلت إلى (359694.6) مليون ريال في عام 2007، بزيادة قدرها (325004.6) مليون ريال، إلا أن السياسة النقدية لم تستطع التأثير في توجيه وتصنيف تلك القروض الممنوحة من البنوك التجارية وبما يخدم أهداف التنمية، حيث تركزت أغلب تلك القروض في المجالات الخدمية ذات الآجال القصيرة، وقد شكلت القروض القصيرة الأجل خلال فترة الدراسة ما نسبته(43.4%)، وشكل متوسط نسبة القروض المتوسطة والطويلة خلال نفس الفترة(4.5%)، وكذلك كان الحال بالنسبة للبنوك الإسلامية حيث ركزت على الاستثمارات قصيرة الأجل، وهذا يشير إلى أن استخدام أذون الخزانة وارتفاع أسعار الفائدة عليها لم تكن ذات فعالية في توجيه الاقتصاد نحو الاستثمارات المنتجة.

ـ ومن جانب آخر يوضح الجدول السابق ارتفاع القروض المقدمة للقطاع الحكومي سنة بعد أخرى خلال الفترة (1995- 2007)، حيث كانت تلك القروض في عام 1995 (1295.4) مليون ريال، ثم ارتفعت في العام 2007 إلى(289342.3)مليون ريال، ويعزى الارتفاع الكبير للقروض المقدمة للحكومة إلى تفضيل البنوك التجارية الاستثمار في أذون الخزانة ذات العائد المرتفع[2]، وهذا شجع البنوك للاستثمار في أذون الخزانة بدلا من إقراضها للقطاع الخاص .

ـ وعند مقارنة حجم استثمارات البنوك التجارية في أذون الخزانة ونسبتها إلى إجمالي القروض والسلفيات، وكذلك إلى إجمالي قروض وسلفيات الحكومة، نجد أن أذون الخزانة شكلت في المتوسط خلال الفترة(1995- 2007)ما نسبته(42%)من إجمالي القروض والسلفيات، كما شكلت خلال نفس الفترة ما نسبته(97%)من إجمالي قروض وسلفيات الحكومة، وهذا يدل على أن أذون الخزانة كانت هي الأداة الأساسية للقروض المحلية المقدمة للحكومة .

ـ وعند مقارنة نسبة استثمارات البنوك في أذون الخزانة إلى إجمالي أصول البنوك التجارية نجدها شكلت نسبة (18.7%) في المتوسط خلال الفترة (1995- 2007).

(1) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 25 .
(2) محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ،رسالة دكتوراه ،مرجع سابق ،ص 269.

ـ وأيضاً عند مقارنـة حجم تلك الاستثمارات لتلك البنوك إلى إجمالي ودائعها نجدها بنسبة متوسطة (23.2%) خلال نفس الفترة، مع عدم الأخذ بالحسبان استثمارات البنوك في إعادة الشراء (الريبو) وشهادات الإيداع[1]، وقد تم استحداث هاتين الأداتين باعتبارهما من أدوات السياسة النقدية لعدم كفاية حجم الإصدارات من أذون الخـزانة في استيعاب كافة الطلبات المقدمة، حيث مثلت هاتان الأداتان بدائل لاستثمار السيولة الفائضة لدى البنوك التجارية، مما قلل من نسبة المشاركة للبنوك التجارية في الاستثمار في أذون الخزانة، وقد بلغ متوسط نسبة مشاركة البنوك التجارية للاستثمار في أذون الخـزانة خـلال الفترة(1995-2007) ما نسبته (37%) تقريباً من حجم إصدارات أذون الخزانة، وشكل حجم الاستثمارات لصناديق التقاعد النسبة الأكبر من تلك الاستثمارات وبنسبة تقريبية (39.7%)، يليها المؤسسات العامة، ثم القطاع الخاص وأفراد الجمهور، وهذا يدل على الحجم الكبير للفوائض المالية واستئثار الحكومة بنسبة كبيرة من حجم الائتمان من الجهات المختلفة، لعدم وجود فرص استثمارية حقيقية متاحة أمام القطاعات وكذلك لعدم وجود مناخ ملائم للاستثمار.

ـ وفي رأي الباحث ومن خلال الاستعراض السابق أن آجال أذون الخزانة والتي تم العمل بها خلال فترة الدراسة في الجمهورية اليمنية هي آجال قصيرة الأجل حيث لم تتعد آجالها السنة، وكانت مخالفة لما جاء في المادة(8) من قانون الدين العام رقم(19) لسنة 1995، ونظراً لارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة وقصر آجالها خلال فترة الدراسة، والذي تنافى مع استخدامها في تمويل الاستثمار الحقيقي، وهذا الأخير يتطلب بطبيعة الحال إلى سندات متوسطة وطويلة الأجل، وبذلك فأذون الخزانة أضرت بالعملية الاستثمارية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة عليها، والذي أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة لدى البنوك التجارية، وبالتالي ارتفاع كلفة الاقتراض، ومنافسة الحكومة للقطاع الخاص على الموارد المالية، وهذا لم يكن في الاتجاه الذي يخدم عملية التنمية، مما يشير إلى قصور أدوات السياسة النقدية في توجيه الائتمان نحو الاستثمارات المنتجة التي تساهم في رفد عملية التنمية، الأمر الذي يتطلب من السلطات النقدية البحث عن الوسائل والأساليب الجديدة التي تساهم في تعبئة وتوجيه الادخارات بما يحقق أهداف التنمية في اليمن .

[1] البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي 2001، ص 11.

الفصل السادس

تطوير سياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية

المبحث الأول : عرض وتلخيص للمشاكل القائمة لأذون الخزانة في الجمهورية اليمنية.

المبحث الثاني: آراء حول البدائل الممكنة لسياسة أذون الخزانة.

المبحث الثالث: نحو استراتيجية لتطوير أذون الخزانة.

الفصل السادس

تطوير سياسة أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية .

أصبحت ظاهرة الأوراق المالية تحتل جزءاً كبيراً في الاقتصاد العالمي على المستويين الخاص والعام.

ـ فعلى المستوى الخاص أصبحت هذه الأوراق وسيلة التمويل الرئيسة للمشروعات الكبيرة والصغيرة على حد سواء خاصة في الدول المتقدمة والتي تتمتع بالاستقرار السياسي والاقتصادي، كما أنها أصبحت وعاء مناسباً للادخار القومي نظراً لقدرة الأفراد والمؤسسات على الاستثمار فيها كل بحسب قدرته الاقتصادية[1] .

ـ أما على المستوى العام فقد أصبحت الأوراق المالية تحقق للدولة غرضين هما[2]:-

1 - سد العجز الذي قد ينشأ في الموازنة العامة خاصة بعد بروز دور الدولة الاقتصادي كدولة متدخلة في الشئون الاقتصادية .

2 - إيجاد التوازن النقدي في السوقين المالية والنقدية عن طريق تدخل الدولة بالبيع والشراء لهذه الأوراق.

وتختلف الدول من دولة إلى أخرى في مدى استخدامها للأوراق المالية بحكم اختلافها في المستويات الاقتصادية التي بلغتها، فالدول المتقدمة والتي قطعت شوطاً كبيراً في مضمار التقدم الاقتصادي تتميز بالاستخدام الكبير للأوراق المالية، أما الدول المتخلفة اقتصادياً فإن استخدامها للأوراق المالية محدود، ويقتصر في كثير من الأحيان على أذون الخزانة العامة، وبعض أسهم وسندات الشركات المساهمة ذات التداول الداخلي المحدود، وعلى الرغم مما تعتري أسواق الأوراق المالية من مشاكل كثيرة إلا أن هناك إقبالاً كبيراً على استخدام الأوراق المالية كأدوات تمويل على المستويين العام والخاص نظراً لعدم وجود بديل تمويلي أكثر أماناً منها، ولم يقتصر الأمر على استخدام الأوراق المالية المعروفة (الأسهم والسندات)، بل ترتب على استخدامها

(1) منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سابق ، ص 5-7 .
(2) حسن ثابت فرحان ، مستقبل اليمن في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية ، مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، العدد السابع عشر ، سبتمبر 2001، الجزء الأول ، ص 258 .

استحداث وسائل جديدة مرتبطة بها وهي ما يسمى بالمشتقات المالية أو المخلقات المالية[1]، وهي صيغ تمويلية تشبه آليتها آلية الأوراق المالية، وترتبط بها من الناحية القانونية .

وبالنظر إلى حالتي الدول المتقدمة والدول المتخلفة من الناحية الاقتصادية، فالدول المتقدمة قامت باستثمار أموالها بطريقة أدت إلى زيادة النمو الاقتصادي نظراً لحسن استثمار تلك الأموال ولتوفر عنصري الربح والأمان .

أما المجتمعات الإسلامية فمشكلتها تتمثل في كونها لا تستطيع أن تستفيد من تجارب الدول المتقدمة في مجال استثمار الأموال لعدة عوامل منها عوامل سياسية وعوامل اقتصادية، فالعوامل الاقتصادية يلاحظ أن غالبية هذه الأدوات أدوات ربوية تتنافى مع المعتقدات الإسلامية، ولا يمكن استخدامها بحالتها تلك في اقتصاد إسلامي، ومن ناحية أخرى يصعب استحداث أدوات جديدة خالية من الربا، فالطابع الغربي في الوقت الحاضر مهيمن على الشعوب الإسلامية، ولم تشذ الحالة اليمنية عن حالة بقية الدول الإسلامية في مسألة الطابع الاقتصادي الغربي، بل يضاف إلى ذلك أنه لا وجود للأسواق المالية في الوقت الحاضر، وبالتالي محدودية استخدام الأوراق المالية[2] .

والورقة المستخدمة بالسوق بشكل منتظم هي أذون الخزانة العامة، والتعامل بها محدود حيث يتم استخدام أذون الخزانة ذات الآجال القصيرة خلال فترة الدراسة، وهي مكلفة للخزانة العامة نظراً لقصر آجالها وارتفاع أسعار الفائدة عليها، وفي هذا الفصل سوف يتم عرض تطوير سياسة أذون الخزانة من خلال ثلاثة مباحث وكما يلي :-

(1) منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سابق ، ص 75 – 76 .
(2) حسن ثابت فرحان ، مستقبل اليمن في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية ، مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، مرجع سابق ص 258 – 260 .

المبحث الأول

(6 : 1) عرض وتلخيص للمشاكل القائمة لأذون الخزانة في الجمهورية اليمنية:

سبق أن ذكرنا في الفصول السابقة أنه على الرغم من بعض المزايا لسياسة إصدارات أذون الخزانة العامة إلا أنها لم تخلُ من بعض المشاكل القائمة، والتي يأتي على رأسها ما يلي :-

1- مشكلة تراكم حجم المديونية العامة الداخلية (الدين العام المحلي) وتمثل ذلك في حجم الموقف القائم لإصدارات أذون الخزانة خلال الفترة (1995 -2007) والتي بلغت (543196) مليون ريال بالقيمة الاسمية ومبلغ (504802) مليون ريال بالقيمة الفعلية إضافة إلى حجم الفوائد ورسوم خدمة الدين العام .

ـ حجم الفوائد المترتبة على أذون الخزانة، وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة أدى إلى زيادة تراكم الدين العام المحلي، ويعتبر ذلك من أسباب تراكم الدين العام المحلي والذي بلغ حجم تلك الفوائد على أذون الخزانة خلال فترة الدراسة مبلغ (318922) مليون ريال .

ـ رسوم خدمة الدين العام المحلي(أذون الخزانة)، المستحقة للبنك المركزي اليمني وبواقع(1%) لإصدارات أذون الخزانة، حيث بلغ إجمالي العائد الخاص للبنك المركزي لقاء رسوم تلك الخدمة خلال فترة الدراسة مبلغ (57327) مليون ريال (12.9)[1] مليار ريال.

ـ نخلص مما سبق إلى أن إجمالي تراكم الدين بواسطة أذون الخزانة وحجم الفوائد[2] المترتبة عليها، والذي يعتبر بمثابة ضرائب مؤجلة، لأن الدولة تحصل عليه في الحال لتقوم بتسديد أعبائه في عدة سنوات من حصيلة الضرائب خصوصاً وأن جمع المال بواسطة القروض العامة لمجرد سد نفقات جارية أو لتمويل مشروعات ليس لها مبرر اقتصادي، وهذا دون الإعفاءات الضريبية التي خسرتها الدولة، يضاف إلى ذلك رسوم خدمات إصدارات أذون الخزانة والمستحقة للبنك المركزي بلغ إجمالي ذلك دون الأذون التي تم استحقاقها وتسديدها خلال الفترة(1995- 2007) بمبلغ (881051) مليون ريال، ثمانمائة وواحد وثمانون مليارا وواحد وخمسون مليون ريال، وعليه يمكن أن يؤدي تراكم حجم الدين العام المحلي من خلال الاستمرار بإصدارات أذون الخزانة وبأحجام كبيرة إلى درجة قد لا تتحملها الموازنة العامة والاقتصاد القومي .

---

(1) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص49.

(2) حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن 1999، الطبعة الأولى ص307 .

2 – مشكلة امتصاص أذون الخزانة لنسبة كبيرة من المدخرات المحلية بسبب سعر الفائدة المرتفع على أذون الخزانة، واستخدام تلك الإصدارات في تمويل النفقات العامة والتي يكون معظمها ذو طابع استهلاكي، وكما رأينا في الفصل السابق وبسبب الأثر التراكمي لمزاحمة القطاع الخاص في موارد الاستثمار، فإن هذا أدى إلى تباطؤ معدلات الاستثمارات الخاصة الحقيقية، وبالتالي اختناق العرض المحلي من السلع[1]، حيث بلغ حجم المصدر والمعاد إصداره لأذون الخزانة بإجمالي تراكمي خلال فترة الدراسة[2] مبلغ (5732718) مليون ريال، وبمتوسط سنوي(440978) مليون ريال .

وهذا يوضح ضياع الفرصة البديلة لاستثمار الأموال التي استثمرت في أذون الخزانة والتي كان من الممكن استثمارها في القطاع الحقيقي، وبالتالي تحقيق تنمية اقتصادية مناسبة[3] .

3 – الإعفاء من الضريبة المستحقة على أذون الخزانة .

لقد تم استغناء الحكومة عن الضرائب على أذون الخزانة منذ بداية إصداراتها وحتى الآن، والتي كان من الممكن أن تفرض على تلك الأذون[4]، وهذا أدى إلى جذب المستثمرين للاستثمار فيها .

وبالتالي الخروج عن مبدأ عدالة الضريبة، كما حرمت الموازنة العامة للدولة من إيرادات ضريبية كانت الموازنة العامة بحاجة ماسة لها.

4- الإضرار بالاستثمار الخاص بسبب الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة وبأحجام كبيرة وبأسعار فائدة مرتفعة وذات آجال قصيرة والتي لا تتعدى السنة وكانت تغلب عليها الآجال القصيرة وكان ترتيب الاستثمار في أذون الخزانة وحسب النسبة الأكبر للآجال كما يلي (91يوماً ، 182يوماً ، 364 يوماً) على التوالي، وكان معدل نمو الإصدارات مرتفعة كما سبق ذكره، والذي لا يتناسب مع حجم العجز في الموازنة العامة، ولا يتناسب مع استخدامها في تمويل المشاريع الاستثمارية والتي تتطلب إصدارات أذون الخزانة غير العادية ذات الآجال المتوسطة والطويلة الأجل وهذا أدى إلى مزاحمة الدولة للقطاع الخاص على موارد الاستثمار.

5 – الفاقد الزمني الذي فقده المجتمع فقد مر اثنا عشر عاماً ويزيد وحتى نهاية العام 2007، على الاستثمار في أذون الخزانة العامة، وهي فترة لا يستهان بها والتي كان من الممكن أن يقطع المجتمع فيها شوطاً كبيراً في عملية التنمية لو تم توظيف تلك الأموال في الاستثمارات الحقيقية .

---

(1) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 19 .

(2) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، التقرير السنوي لعام 2007، ص42.

(3) حسن ثابت فرحان، أذون الخزانة البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام، مجلة دراسات اقتصادية، العدد (10) مرجع سابق ص 76.

(4) نزار عبدالله باصهيب ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية ، مرجع سابق ، ص 86 .

فالمعروف أن تغطية عجز الموازنة العامة في أغلبه قد لا يكون ناتجاً عن عجز في استثمارات حقيقية قامت بها الحكومة، ذلك أن الموازنات في الدول النامية أغلبها موازنات استهلاكية متمثلة في الرواتب والأجور، وفي مستلزمات تشغيل الإدارة الحكومية وغيرها من البنود الاستهلاكية، كما أن ما يرصد في الموازنة العامة للجوانب الاستثمارية لا يصرف بالكامل خلال السنة المالية بل يرجع جزء كبير منه، على الرغم أن نسبة ما يخصص للجوانب الاستثمارية يكون متواضعاً بالقياس إلى حجم الموازنة العامة للدولة[1] .

6 – ارتفاع فوائد أذون الخزانة حيث تمثل أسعار الفائدة على أذون الخزانة الفائدة التأشيرية زائد نقطة أو نقطتين مئويتين، وهذا الارتفاع في أسعار الفائدة معناه ارتفاع مبالغ فيه في الأسعار بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج دون أن يقابل هذا الارتفاع في الأسعار إنتاج أو جهد إنتاجي فتزداد المديونية دون زيادة مماثلة في الإنتاج، حيث أن الفوائد لا تسدد فتظل الديون في ارتفاع مستمر نتيجة ارتفاع حجم الفوائد[2] .

7- علاوة على ذلك فإن هناك من يرى أن إصدارأذون الخزانة يشكل صعوبة محتملة لإنشاء سوق مالية وذلك للاعتبارات التالية[3] :

- أذون الخزانة تشكل تزاحماً بين الحكومة والقطاعات الإنتاجية والاستثمارية على موارد السيولة والمدخرات المحلية المتاحة في الاقتصاد .
- إن عبء خدمة الديون الناتجة عن أذون الخزانة يؤثر سلبياً على مالية الدولة في الأجل الطويل .
- إن عدم توجيه حصيلة أذون الخزانة إلى الاستثمارات الإنتاجية يولد عدم تعبئة الموارد المالية وعدم توزيعها بكفاءه ضمن الاقتصاد، وإنما تدوير رؤوس الأموال وتراكم الديون، مما يجعلنا نصفها بعدم الفاعلية وانعدام دورها الإنمائي .

---

(1) حسن ثابت فرحان، أذون الخزانة البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام، مجلة دراسات اقتصادية، العدد (10) مرجع سابق ص 77.

(2) حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن 1999، مرجع سابق، ص 308 .

(3) نبيل محمدالطيري ، سوق الأوراق المالية في اليمن – الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة ، رسالة ماجستير ، جامعة صنعاء ، مرجع، سابق، ص 76.

المبحث الثاني

(6 - 2) آراء حول البدائل الممكنة لسياسة أذون الخزانة

تعتبر أذون الخزانة من أشهر الأوراق المالية التي تصدرها السلطات الحكومية على مستوى العالم تقريباً، وكما سبقت الإشارة إليه بأنه يمكن التمييز بين القروض على أساس موعد سدادها، وتقوم الدولة بإصدار ما يعرف بأذونات الخزانة العادية أوغير العادية لتغطية العجز في موازناتها، حيث يتم استخدام أذونات الخزانة العادية لسد العجز النقدي، أما أذونات الخزانة غير العادية فتستخدم لمواجهة العجز الحقيقي في الميزانية العامة للدولة[1] .

كما تستخدم أذونات الخزانة في سحب السيولة الزائدة بيد الأفراد وكبح الضغوط التضخمية.

وبالنسبة للوضع في اليمن فيتضح من خلال الاستعراض السابق لأذون الخزانة وآثارها الاقتصادية بأن تلك الأذون أصبحت أعباؤها كبيرة وآثارها السلبية واضحة من حيث توظيف الفوائض بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية[2] .

ومما سبق استعراضه فهناك آراء حول البدائل الممكنة لسياسة أذون الخزانة نذكر منها ما يلي:-

(1) **ترى دراسة أعدت عن أذون الخزانة المستخدمة كأداة تمويل**[3]، أن عائدها ربوي ومن ثم لاتصلح من الناحية الشرعية كأداة تمويل، وينبغي اللجوء إلى الأوراق المالية الخالية من الربا وذلك حسب الحاجة وكما يلي:-

أ – يقوم البنك المركزى بإصدار أوراق مالية مثل سندات الاستثمار أوالمقارضة بحيث توضف هذه الأموال في عمليات الاستثمار، أو فى تمويل عجزالموازنة العامة بقروض حسنة على أن تتنازل الحكومة عن حصتها في أرباح البنك لصالح المستثمرين في السندات كل بحسب مساهمته شريطة أن تخضع لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة .

ب – يمكن للبنك المركزي أن ينزع الفائدة من عملياته الاستثمارية العادية ويستبد لها بنسب مشاركة في الربح والخسارة، سواء في العمليات التمويلية التي يقوم بها أو في عملياته الاستثمارية

---

(1) عادل فليح العلي ، المالية العامة والتشريع المالي والضريبي ، دار الحامد ، عمان ، الطبعة الأولى 2007 ، ص 155 .
(2) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 46 .
(3) حسن ثابت فرحان ، دور الدولة في إصلاح وسائل السياسة النقدية التقليدية (البديل الإسلامي) ، مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، جامعة صنعاء، الجزء الأول، العدد السابع عشر، سبتمبر 2001، ص263- 265.

وسيكون له الحق في تحديد نسب المشاركة في الربح أو الخسارة كما هو الحال في الوقت الحاضر في تحديد أسعار الفائدة زيادة أونقصاً[1].

ج ـ جاءت إصدارات أذون الخزانة لحل مشكلة تمويل عجزالموازنة بطريقة غير تضخمية، إلا أن الطريقة التي تنفذ بها أذون الخزانة في الوقت الحاضرهي طريقة ربوية لا توافق مقتضيات الشرع، ويمكن دفع عائد على الأموال المستخدمة في أذون الخزانة لحامليها بطريقة تجنب المجتمع الدخول في المحضورات الشرعية وذلك باتباع إحدى الطريقتين التاليتين:ـ

ـ الطريقة الأولى:ـ

تدفع الدولة مكافأة مناسبة يقدرها رجال المال والاقتصاد عن الأموال التي استغلتها من الجمهور وغيرها سواء لتمويل العجز في الموازنة أولتمويل مشروعات أخرى، باعتبار أن من حق ولي الأمر أن يمنح أياً كان من رعايا الدولة المسلمة ما يرى من الأموال العينية أوالنقدية كمكافأة لهم لمعاونتهم له في حل مشكلة اقتصادية تواجهه، ولها أثربالغ على الاقتصاد إن لم تقم بحلها وبذلك تحقق الدولة غرضين هما:ـ

ـ سد العجز في الموازنة أوتمويل المشاريع الاستثمارية بوسائل حقيقية غير تضخمية.

ـ إشراك أفراد المجتمع في عملية التنمية والبناء وإيجاد وسيلة مناسبة لسحب الأموال المجمعة خارج الجهاز المصرفي لاستثمارها، ويمكن الاستغناء عن جزء كبير من القروض الخارجية عن طريق استخدام أموال المجتمع، وتجنب الدولة والمجتمع عبء أقساط الديون وفوائدها، وكذلك المحظورالشرعي الممثل في دفع الفوائد الربوية على القروض.

ـ الطريقة الثانية:ـ

تدفع الدولة لمواطنيها المستثمرين لديها مكافأة على أساس معدل العائد المحقق على الاستثمار في مجموعة مختارة من المؤسسات الصناعية والتجارية والمصرفية كمكافأة لهم عن الفرص البديلة لو أنهم استثمروا أموالهم في تلك المؤسسات[2] .

---

(1) المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي ، إلغاء الفائدة من الاقتصاد ، تقريرمجلس الفكر الإسلامي في الباكستان ، الطبعة الأولى ، جامعة الملك عبد العزيز ، جده 1984م ، ص84 .

(2) المرجع السابق نفسه ، ص 85 .

(2) ـ **لقد تمت دراسات مختلفة لوضع بديل عن الاقتراض العام (أذون الخزانة في الحالة اليمنية)** لتمويل العجز في الموازنة العامة، وتجمع هذه الدراسات على الاعتماد على الضرائب لسد النفقات الاستهلاكية للدولة والإعانات الاجتماعية ونفقات الدفاع والإدارة العامة[1] .

أما المشاريع ذات العائد الاقتصادي التي يمكن فرض رسوم على استخدامها، فيجب أن يتم تمويل إنتاجها بواسطة وسائل التمويل الإسلامية كالمضاربة والمشاركة والمرابحة والإجارة، أو بأساليب أخرى مستحدثة لا تتنافى مع الشريعة الإسلامية، ويفترض في هذه الوسائل أن تؤدى إلى كبح جماح الدولة في زيادة إنفاقها التبذيري والبذخي، أوإنفاقها غيرالمنتج أوعلى مشاريع غير مجدية اقتصادياً وذلك بسبب سد الطريق على الاقتراض العام بفائدة والذي يسهل الحصول عليه.

ويمكن التمييز بين أسلوبين تستطيع الحكومة الإسلامية بها تمويل المشروعات المختلفة وهما:ـ

أ ــ **المرابحات** : وفيها يستطيع الممول عملياً أن يضمن رأس ماله مع عائد ثابت بمخاطرة محدودة.

ب ـ **المضاربة أوالقراض :ـ** وهى شركة بين الممول وطالب التمويل يقصد تحقيق أرباح، وفيها يتم مشاركة الممول وطالب التمويل في الأرباح المحتملة من المشروع حسب نسبة محددة متفق عليها مسبقاً، ويتعرض الممول لاحتمال الخسارة؛ لذا يحرص على دراسة المشروع والتأكد من جدواه الاقتصادية قبل التنفيذ والتمويل، ويؤدي ذلك إلى التوظيف الأمثل للموارد، وأسلوب المشاركات هوالأسلوب الذي يميز الاقتصاد الإسلامي عن غيره.

(3) ـ **وضمن الحلول المقترحة للبدائل الممكنة لسياسة الدراسة التي أعدت عن الدين العام ومنها (أذون الخزانة)**[2]، والذي أشير فيها إلى المخاطرالمترتبة على ازدياد حجم الدين العام المحلي سواء على بنية الاقتصاد القومي أو فيما يتعلق في الاستقرار المالي والنقدي القائم بالبلاد .

وتأتي أهمية دراسة ووضع الحلول الدائمة لهذه القضية ليس فقط لإصلاح الخلل الناجم عنها حالياً، ولكن أيضاً لعدم تحميل الأجيال القادمة بأعباء الجيل الحالي، بمعنى آخر إذا كان الدين الخارجي يؤدي إلى تحويل الموارد الاقتصادية إلى الخارج، فإن الدين المحلي يتمثل في إعادة توزيع الدخل بين المقيمين، فالاستخدام المتزايد لجانب من القروض العامة في الإنفاق على الاستهلاك العام يعني نقل العبْ المالي لهذه المصرفات إلى الأجيال المقبلة .

---

(1) عبد الرحيم عبد المجيد الساعاتي، الدين العام والقراض العام أثرهما على الرفاه ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، 1996 ، ص 11- 12 .

(2) عبد الفتاح الجبالي ، "الدين العام المحلي في مصر" الأسباب والحلول ، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية ، جريدة الأهرام .

كما أن تزايد الاعتماد على القروض يعني بداهة تخفيف كامل عبء الضرائب عن الجيل الحالي، ومن هنا فإن إدارة الدين العام المحلي تضع نصب أعينها عدة شروط :

ـ تدبير التمويل في القطاع غير الحكومي لتغطية احتياجات اقتراض الحكومة.

ـ تخفيض تكلفة الاقتراض إلى أدنى حد أخذاً بالحسبان التنسيق مع السياسة النقدية .

ـ الحرص على أن لا تتجاوز الديون العامة نسبة معينة من الدخل القومي، تتلاءم مع الأعباء المترتبة عليها .

من هذا العرض تواصل الدراسة بأن علاج هذه القضية يتطلب وضع حزمة من السياسات الاقتصادية بعضها يتم تنفيذه على المدى القصير والبعض الآخر على المدى البعيد والمتوسط، وفيما يتعلق **بالأجل القصير فينبغي عمل ما يلي:ـ**

أـ إعادة هيكلة الدين العام المحلي ذاته :ـ

فباقتراض أن أذون الخزانة العادية تستخدم لسد العجز الموسمي للموازنة أو العجز النهائي لموازنة سنة واحدة، فيجب أن تتحول من أذون الخزانة إلى سندات الخزانة، وهو تمويل طويل الأجل وينبغي النظر في تمويله على أساس مغاير للتمويل قصير الأجل لاختلاف الأثر المالي والاقتصادي لكليهما.

ب ـ عائدات الخصخصة :ـ طرح البعض فكرة استخدام عائد بيع الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام في سداد الدين العام المحلي بصفة أساسية بدلاً من استخدامه في إعادة هيكلة الشركات، وهي قضية تحتاج إلى نقاش طويل حول مدى تأثير هذه العملية على أوضاع الميزانية العامة للدولة، وكذلك بإمكانية تسييل أصل من أصول المجتمع لصالح إنفاق جاري، وهناك اعتقاد بأن الأسلوب الأمثل لاستخدام عائدات البيع يكمن في إعادة استثمارها من جديد وليس سداد الدين .

أما على المدى البعيد فإن استراتيجية العلاج تدور على المحاور التالية :-

أ - ضرورة التفكير في استراتيجية لتخفيض احتياطي البلاد من النقد الأجنبي بدلاً من زيادة الدين الدايم الممول عن طريق الاحتياطي، وهو ما يحدث عادة إذا ما استمرت الدولة في اتباع الاستراتيجية التقليدية (التعقيم) .

ب – أموال التأمينات والمعاشات:-

يرى البعض أن العجز الاكتواري لهيئتي المعاشات والتأمينات الاجتماعية يمكن أن يتزايد كثيراً مع اتجاه أسعار الفائدة للإنخفاض، وبالتالي يطرحون التساؤل عن إمكانية ربط استثمارات احتياطي هذه الصناديق في أصول عينية بالشركات الرابحة بحيث ترتفع هذه الأصول مع ارتفاع أسعار السوق، وبالتالي تتحول التأمينات تدريجياً إلى مؤسسة استثمارية تعتمد على دخلها في تمويل أعبائها، خاصة وأن صناديق التأمين والمعاشات تعتبر من أكبر المستثمرين في أسواق المال لدى العديد من الدول، ومنها الجمهورية اليمنية وهذه المسألة رغم أهميتها إلا أنه ينبغي أن تتم بالتدريج وعلى مراحل زمنية وذلك للحيلولة دون استخدامها بطريقة سيئة .

ج – إصلاح القطاع المالي :-

ولا يقتصر ذلك على مفهوم محدد للإصلاح المالي يتعلق بخفض العجز في الموازنة العامة للدولة من عدمه، بل يجب أن يتعداها ليشمل مكونات الإصلاح المالي ذاته، سواء ما يتعلق بجانب الإنفاق أو جانب الإيرادات .

4 – **وضمن البدائل الممكنة لسياسة أذون الخزانة**[1]، أنه وفي حالة حدوث أمور طارئة استثنائية غير عادية واحتاجت الدولة إلى الإنفاق العاجل والضروري ولم تكف الموارد العادية المتكررة للقيام بتلك النفقات، مثل حالة الحرب والكوارث الطبيعية وغير ذلك من النفقات الاستثنائية والتي لا بد من تمويلها من خزينة الدولة، فعلى الدولة أن تتبع الأساليب التالية بديلاً عن القروض الربوية:

أ – تلجأ الدولة إلى فتح باب التبرع والتمويل التطوعي وتقديم الهبات والمساعدات من قبل المواطنين .

ب – تعجيل الضرائب قياساً على ما ثبت في السنة الصحيحة من أن النبي صلى الله عليه وسلم قد استعجل صدقة عمه العباس لعامين قادمين عند الحاجة إليها .

ج- القرض الحسن فإذا لم تكف التبرعات الطوعية فعلى الحكومة أن تقوم بالاقتراض بدون فوائد وهو ما يسمى في الإصطلاح الفقهي بالقرض الحسن، سواء كان ذلك من الأغنياء أو من المصارف التجارية أو من المنشآت، وحسب مقدار دخل الأفراد أو ثرواتهم ومقدار ما تدخره البنوك اللاربوية في الدولة الإسلامية .

5 – **واستعرضت دراسة في موضوع (حكم الاستثمار في أذون الخزانة)**[2] ، بأن أذون الخزانة أحد الأدوات والأوراق المالية في عمليات السوق المفتوحة، وهذا النوع من الأوراق يدر عائداً يتم تحديده مسبقاً (معدلات الفائدة) لذا فإن التعامل في سوقها يتعارض مع الشريعة الإسلامية، ويجب على ضوء ذلك إما التخلي عن عمليات السوق المفتوحة كوسيلة من وسائل السياسة النقدية، وإما استبدال هذا النوع من المعاملات بشكل آخر يقرها الشرع، بحيث لا ترتبط بسعر الفائدة المحدد مسبقاً، وتطرح الدراسة مقترحات أولية لبعض البدائل الممكنة وكما يلي :-

<u>البديل الأول :</u> -عدم تحديد العائد على السندات الحكومية أذونات الخزانة بصورة مسبقة، ويأخذ التعامل فيها طابع المشاركة في تنمية الاقتصاد الوطني، بحيث يتمشى العائد منها مع معدلات النمو الاقتصادي المتحقق بالفعل، ولذا فإن عوائد هذه الأدوات يمكن أن تتحدد في نهاية كل سنة فتزداد بزيادتها وتنخفض بانخفاضها .

<u>البديل الثاني :-</u> أن تتم عمليات السوق المفتوحة بين البنك المركزي والبنوك الأخرى مع تحديد رسم خدمة وليس فائدة على السندات الحكومية وأذونات الخزانة، على أن يكون رسم الخدمة

---

(1) حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن 1999، مرجع سابق، ص 310 .
(2) محمد شحود ، حكم الاستثمار في أذون الخزانة ، مجلة الدراسات الاجتماعية ، مرجع سابق ، ص 161 – 162 .

مساوياً لنسبة من التكلفة الفعلية التي تتحملها البنوك لإدارة هذا النوع من المعاملات، يضاف إلى ذلك إمكانية أن تمول البنوك مشترياتها من السندات من احتياطياتها، ويحتسب جزء من قيمة السندات المشتراة ضمن الاحتياطيات، عندما يكون الهدف تخفيض معدلات نمو عرض النقود .

البديل الثالث : - إمكانية استبدال أسهم شركات ومؤسسات حكومية ناجحة بالسندات وأذونات الخزانة، على أن تكون حيازة هذه الأسهم لمدة يتم تحديدها عند عرضها في السوق، ويعتبر حائز هذه الأسهم مشاركاً في أرباح شركاتها طوال مدة حيازته لها .

6 – وفي ورقة مقدمة بعنوان (أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن (الفترة 2003- 2006)[1] :-

ـ حيث تطرقت الورقة إلى أولويات تطوير السياسة النقدية في المرحلة المقبلة وذلك بإعادة هيكلة أذون الخزانة من خلال إعادة النظر في الهدف الاستثماري، وذلك بتوجيه الفوائض النقدية في مجالات الاستثمار الحقيقي .

ـ واقترحت الورقة (تحويل أرصدة أذون الخزانة إلى شهادات استثمار وصكوك مشاركة استثمارية)، في مجالات الكهرباء وصناعة الأسمنت والاتصالات والسدود الزراعية، وغيرها من مجالات الاستثمار التي لها مردود ودخل، وبما يمكن من تعزيز دور الاحتياطي في عملية النمو الاقتصادي في البلد .

7 – وفي دراسة أعدت بعنوان (أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار)[2]، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات ومن ضمن تلك التوصيات والخاصة بالسندات الحكومية ما يلي :-

أ – تمديد فترة السندات الحكومية التي تصدر من قبل وزارة المالية بثلاث سنوات وهي متوسط الأجل على أن تتوسع المدة في المستقبل.

ب – إدخال تجربة جديدة لأذون الخزانة بالدولار، وتفعيل القانون الذي صدر بهذا الشأن .

---

(1) محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 45 – 46 .

(2) أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار ، دراسة أعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى في 15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد (10) ربيع 2004، ص 132.

المبحث الثالث

(6 – 3) نحو استراتيجية لتطوير أذون الخزانة .

تشير النظرية الاقتصادية إلى أن تأثير الدين العام المحلي على النمو الاقتصادي تأثير غامض لأنه إما أن يكون سلبياً من خلال تأثير المزاحمة، أو إيجابياً عن طريق تأثير الاستقطاب [1]، والآليات المؤدية إلى المزاحمة معروفة جيداً، فالزيادة في الدين العام تسبب مشاكل تمويلية للشركات بسبب النقص في الأموال التي يمكن اقتراضها، ويمكن أن يكون ذلك النقص في الأموال مباشراً، حيث قد تجد الشركات صعوبة في العثور على أطراف لديها استعداد لتمويلها، أو يكون غير مباشر من خلال ارتفاع الفائدة التي لا تشجع المقترضين، ويمكن أن تحول أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة اتجاه القرارات الاستثمارية بعيداً عن المشاريع الإنتاجية إلى شراء أذون الخزانة، وهذا الحافز الاستثماري القاصر من شأنه أن يعوق النمو في الأجل القصير، حيث من المسلم به أن الاستثمار هو عنصر الطلب، وأن يعوقه في الأجل الطويل من خلال انخفاض القدرة الإنتاجية.

ووفقاً لنظرية النمو المحفز ذاتياً (بارو 1990 ، وسالامارتين 1992) فإن الدين العام والنشاط الحكومي في البنية التحتية قد يكون لهما تأثير إيجابي على النمو، في حالة استخدام الدين في تمويل مشاريع عامة إنتاجية، وسيؤدي ذلك إلى زيادة النمو الاقتصادي من خلال تأثيرين هما : -

(أ) من خلال مضاعف (Keynesien) المشهور . (ب) من خلال تأثير النمو المحلي، ويمكن لهذا النمو أن يزيد ربحية المشاريع الإنتاجية وبالتالي زيادة إمكانيات التمويل الذاتي عن طريق أسهم رأس المال (وقت الكساد)، وهوما يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار.

وبالنسبة للوضع في اليمن واستخدامها للأوراق المالية فلا زالت تقتصر على استخدام أذونات الخزانة وإصدارها في السوق الأولية فقط، ولا يتم إعادة تداولها في السوق الثانوية، كما أن استخدام إصدارات أذون الخزانة العادية جاءت لغرض تغطية جزء من العجز في الموازنة وسحب فائض السيولة النقدية، وقد تم استخدامها للأغراض السابقة، وخصوصاً لتغطية العجز في النفقات الجارية وليس النفقات الاستثمارية، ويتضح ذلك من خلال ما كانت تستحوذ عليه تلك النفقات حيث كانت نسبة النفقات الجارية إلى إجمالي

---

[1] اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا – الأسكوا (الديون والاستثمار والنمو الاقتصادي المحفز ذاتيا في منطقة اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا) ، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الأسكوا ، العدد (3) ، الأمم المتحدة ، نيويورك 2005 ، ص 21 .

النفقات في عام 1996 بنسبة (76.3%)[1]، وبلغت تلك النسبة في عام 2006 (74.6%)[2]، أي بمعدل انخفاض (1.7%) وهي نسبة انخفاض بسيطة، أما النفقات الاستثمارية إلى إجمالي النفقات فقد كانت في عام 1996 (13.7%) وبلغت في عام 2006 (20.4%)، وبالتالي فهي تغيرات بسيطة لا ترقى إلى مستوى الطموح المطلوب لزيادة النفقات الاستثمارية وتخفيض النفقات الجارية وكما خطط لها في الخطط الخمسية، وبالتالي فإن تطوير سياسة أذون الخزانة تأتي في بداية الأمر من خلال تمويل عجز الموازنة حيث يجب العمل على أن يكون عجز الموازنة في حالة الضرورة عجزاً استثمارياً يتم تمويله من خلال إصدار أسهم المشاركة وصكوك الاستثمار في مجالات الاستثمار الحقيقية[3]، وهذا يتطلب العمل على حصر العجز في نطاق العجز التنموي فقط.

وبالنسبة لأذون الخزانة المعمول بها في اليمن فقد أصبح عبؤها أكبر وآثارها السلبية واضحة بسبب توظيف الفوائض المالية بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية، وعليه فإن الأمر يتطلب الأخذ في الإعتبار الاستراتيجية التالية لتطوير عمل أذون الخزانة :-

1- تحويل رصيد أذون الخزانة إلى شهادات استثمار وصكوك مشاركة استثمارية في المجالات التي يحتاج إليه الوضع الاقتصادي مثل مجالات الكهرباء، وصناعة الأسمنت والحديد، ومجالات الاتصالات، والسدود الزراعية وغيرها من مجالات الاستثمار الحقيقية ذات المنفعة الاقتصادية .

2- تمديد فترة السندات الحكومية (أذون الخزانة حالياً)التي تصدر من قبل وزارة المالية بثلاث سنوات وهو متوسط الأجل على أن تتوسع المدة في المستقبل لتصبح سندات طويلة الأجل[4]، وهذا سيؤدي إلى خدمة الاستثمار عن طريق توظيف تلك المدخرات التي سيتم سحبها بواسطة السندات الحكومية في مجالات الاستثمار الحقيقي .

3- إنشاء سوق للأوراق المالية وبأسرع وقت ممكن لبيع وشراء الأوراق المالية بمختلف تخصصاتها المالية والتجارية والعقارية .

4- إدخال وتنوع الأوعية المالية المعمول بها في كثير من دول العالم لدعم الاقتصاد في اليمن مثل السندات المالية والأسهم والسندات لحامله .

5- إدخال تجربة جديدة لأذون الخزانة بالدولار، وتفعيل القانون الصادر بهذا الشأن .

---

[1] وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ،كتاب الإحصاء السنوي 2002 ، ص378 .

[2] وزراة التخطيط والتعاون الدولي ، الجهاز المركزي للإحصاء ،كتاب الإحصاء السنوي 2006 ، ص238 .

[3] محمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ، مرجع سابق ، ص 46 .

[4] أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار ، دراسة اعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى في 15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد (10) ربيع، مرجع سابق، ص 132.

الخاتمــــة

تعتبر أذون الخزانة من أشهر الأوراق المالية التي تصدرها السلطات الحكومية على مستوى العالم تقريباً، وتناولت الدراسة أذون الخزانة والتي تعتبر الأداة الأساسية للاستدانة من الداخل في الجمهورية اليمنية، بعد أن تم استحداث هذه الأداة، وتنعكس الجدوى والمنفعة الاقتصاديتين لأذون الخزانة بمقدار الاستفادة من مساهمة أذون الخزانة في تمويل التنمية، وقدرة الاقتصاد على أعبائه وذلك بتحقيق عائد من استثمار تلك الموارد التمويلية المقترضة يزيد عن تكلفة الاقتراض، أو في أقله يوفر في فترات لاحقة الموارد المطلوبة لسداد الأعباء الناجمة عن الدين، بالإضافة إلى نسبة الفائدة على تلك الأذون وحجم الفائدة المتراكمة على أذون الخزانة خلال فترة الدراسة، كما تناولت الدراسة الدور الذي لعبته أذون الخزانة في تمويل العجز في الموازنة العامة وسحب فائض السيولة النقدية وكبح جماح التضخم، وتحقيق استقرار سعر الصرف للريال اليمني، وأيضاً تناولت الدراسة استعراض الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الاستثمار، وبالتالي على النمو الاقتصادي، وسنتناول فيما يلي أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ثم نقوم باقتراح بعض التوصيات التي نرى أنها ستساهم في تحسن الوضع القائم عليه من السياسة المتبعة في إصدارات أذون الخزانة، وبما يحقق أهداف ومتطلبات التنمية في اليمن .

أولاً: النتائج :

(1)- تشير نتائج الدراسة إلى التوسع الكبير في إصدارات أذون الخزانة والتي بدأ تنفيذها ولأجل شهر ولثلاثة إصدارات (ديسمبر1995، يناير وفبراير1996) وكانت نسبة هذه الآجال إلى إجمالي إصدارات أذون الخزانة خلال فترة الدراسة بنسبة(0.1%)، ثم انتقلت الإصدارات إلى أجل (91) يوماً منذ مارس1996، واستمرت حتى هذه اللحظة، وانتقلت الإصدارات منذ يوليو 1996 إلى أجل(182) يوماً إلى جانب الأجل (91) يوماً، ومنذ بداية عام 1997، تم إصدار الأجل(364) يوماً إلى جانب الأجلين (91 ، 182) يوماً، واستمرت على الثلاثة الآجال وحتى هذه اللحظة، وقد غلب على تلك الآجال في الاستثمار بأذون الخزانة أجل (91) يوماً وبنسبة متوسطة خلال فترة الدراسة بالقيمة الفعلية (68.2%) من إجمالي إصدارات أذون الخزانة، ويأتي في المرتبة الثانية أجل(182) يوماً وبنسبة (15.8%)، وفي المرتبة الثالثة يأتي أجل (364) يوماً وبنسبة متوسطة (14.9%) من إجمالي الإصدارات، وهذا يدل على رغبة المستثمرين في الاستثمار قصير الأجل ولمدة(91) يوماً يليه أجل (182) يوماً ثم أجل (364) يوماً .

(2)- تشير النتائج إلى أن الجهات المشاركة في الاستثمار في أذون الخزانة قد انحصرت في صناديق التقاعد، والبنوك، والمؤسسات العامة، والقطاع الخاص والأفراد، وكانت نسبة مشاركة صناديق التقاعد قد احتلت المرتبة الأولى بالقيمة الاسمية، وكان متوسط نسبة مشاركتها خلال فترة الدراسة(39.7%)، وبمبلغ (2277) مليار ريال من إجمالي حجم الإصدارات، ويأتي في المرتبة الثانية البنوك التجارية وبنسبة مشاركة لنفس الفترة(37.03%)، وبمبلغ (2122.6) مليار ريال، أما المرتبة الثالثة فكانت للمؤسسات العامة وبنسبة(13.83%)، وبمبلغ (792.7) مليار ريال، وجاء في المرتبة الرابعة القطاع الخاص والأفراد وبنسبة مشاركة (9.42%) من إجمالي حجم الإصدارات، وبمبلغ (539.82) مليار ريال، وهذا يدل على تواضع حجم المشاركة لذلك القطاع وهو الفئة المستهدفة لسحب السيولة النقدية من السوق، وقد يكون السبب الرئيسي هو شبهة التعامل بأذون الخزانة من الناحية الدينية.

(3) بالنسبة لدور أذون الخزانة في تمويل العجز، فقد تم التعرف على حالتين لإصدارات أذون الخزانة بحسب الموقف القائم وبحسب الإصدارات السنوية للمصدر والمعاد إصداره، وكانت النتائج كما يلي :

توصلت نتائج الدراسة إلى أن أذون الخزانة لم تكن الأداة الأساسية لتمويل العجز في الموازنة العامة، وذلك للأسباب التالية:

(أ)- بلغ نسبة حجم إصدارات أذون الخزانة بحسب الموقف القائم أو بحجم الإصدارات ما نسبته(6.6) إلى إجمالي العجز في عام 1995، ولكنها بدأت كتجربة ولأجل شهر في ديسمبر1995.

(ب)- واصل حجم الإصدارات بالارتفاع في عام 1996، وكان نسبة الموقف القائم إلى إجمالي العجز(59.9%)، وبالنسبة لحجم الإصدارات السنوية فقد كانت نسبتها إلى إجمالي العجز(230%)، وما تم تمويل عجز الموازنة من مصادر محلية بنسبة(3.2%)، وباقي التمويل من مصادر خارجية.

(ج)- استمر الإصدار من أذون الخزانة في نفس الوقت الذي تحقق فيها فائض في الموازنة العامة للأعوام (1999، 2000، 2006)، وكان حجم الإصدارات لبعض السنوات بكميات كبيرة، وبالتالي لم تكن إصدارات أذون الخزانة مبررة خلال تلك الأعوام.

(ح)- بلغ نسبة الموقف القائم إلى إجمالي العجز في الأعوام (1997، 2002، 2004، 2005) النسب التالية (213، 124، 179، 101) على التوالي، أما حجم الإصدارات السنوية للمصدر

والمعاد إصداره إلى إجمالي العجز فقد أخذت النسب التالية(358، 208، 450، 288)، وكانت نسبة التمويل المحلي إلى إجمالي العجز قد أخذ النسب التالية(38.7، 138.1، 93.4، 65)للفترة نفسها على التوالي، وباقي التمويل تم من مصادر خارجية، وبالتالي لم يتم استخدام حجم إصدارات أذون الخزانة بالكامل لتمويل العجز في تلك الأعوام ما عدا في العام 2002، فكانت أذون الخزانة غير مدروسة مسبقاً بالنسبة لتمويل العجز.

(د)– وفي الأعوام (1998، 2003، 2007) كان حجم إصدارات أذون الخزانة بحسب الموقف القائم إلى إجمالي العجز تأخذ النسب(45.9، 66، 41)، ويلاحظ أن تلك النسب أقل من حجم العجزالمحقق في تلك الأعوام، أما حجم الإصدارات السنوية فقد أخذت النسب(96.3، 129، 70)، ويلاحظ أن تلك النسب أقل من حجم العجز ما عدا في عام 2003، وكان التمويل المحلي إلى إجمالي العجزلتلك الأعوام بالنسب التالية(71.7، 98.2، 86.7)، ولذلك لم يكن حجم إصدارات أذون الخزانة وكذلك حجم التمويل الخارجي كافياً لتمويل ذلك العجز، وتم اللجوء إلى الاقتراض المباشر من البنك المركزي لتمويل باقي العجز، ونتيجة لذلك كان هناك تغير في رصيد أذون الخزانة لم يوجه لتمويل العـجز في الموازنة، وبلغ ذلك الرصيد بالقيمة الفعلية(732020) مليون ريال، وبلغ بالقيمة الاسمية مبلغ(785132) مليون ريال، وهذا يؤكد أن أذون الخزانة لم تكن فعالة أو أداة أساسية لتمويل العجز في الموازنة.

4- ومن ناحية دور أذون الخزانة في امتصاص السيولة الزائدة في السوق خلال الفترة (1995-2007) فقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

(أ)- لقد حققت أذون الخزانة دوراً كبيراً في سحب المدخرات وكان تأثيرها في سحب السيولة من السوق خلال الفترة(1995-2002) بنسبة كبيرة نظراً لارتفاع نسبة مشاركة القطاع الخاص والأفراد إلى إجمالي العملة خارج البنوك، وبالنسب التالية(0.0011 ، 0.09 ، 0.19 ، 0.25 ، 0.24 ، 0.31 ، 0.35 ، 0.32) وبنسبة متوسطة (0.22%)، ساعدت تلك المشاركة للقطاع الخاص والأفراد إلى انخفاض نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي وبالنسب التالية(52، 44.7 ، 42.5 ، 41.9 ، 44 ، 41.5، 37.8، 36)، ونلاحظ ذلك الانخفاض بصورة تدريجية سنة بعد أخرى ما عدا عام 1999بسبب انخفاض مشاركة القطاع الخاص والأفرد، ويلاحظ أن أثر أذون الخزانة خلال تلك الفترة كان كبيراً في انخفاض العرض النقدي.

(ب)- أما خلال الفترة (2003 - 2007) فقد انخفض أثر أذون الخزانة في سحب السيولة نتيجة انخفاض مشاركة القطاع الخاص والأفراد وبنسبة متوسطة حوالي (0.12%) إلى إجمالي العملة

خارج البنوك، ومع ذلك انخفضت نسبة العملة خارج البنوك إلى إجمالي العرض النقدي خلال تلك الفترة وبالنسب التالية (33.7، 32.5، 31.5، 30.5، 26.8) على التوالي، ويرجع ذلك إلى جملة من الإجراءات التي اتبعها البنك المركزي إلى جانب إصدارات أذون الخزانة، ومنها التدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولار خلال الفترة (2001-2007) وبالمبالغ التالية (483 ، 520 ، 628 ،740، 1174 ، 1145، 1267) بالمليون دولار، والذي كان له الدور الكبير في سحب السيولة، إضافة إلى استخدام البنك لسياسة سعر الفائدة على نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع بالعملة المحلية والأجنبية، والتي شهدت ارتفاعاً من (5%) عام 1996 إلى (20%) عام 1999، ثم انخفضت إلى (18 %) منذ عام 2000، وارتفعت ما بين (20 – 30 %) في عام 2005، وكانت بنسبة(20 %) عام 2006، أدى ذلك إلى ارتفاع أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي من (39975.1) مليون ريال عام1995 إلى (146038) مليون ريال في عام 2006، وارتفعت إلى (190156)مليون ريال في عام 2007، كل تلك السياسات والإجراءات التي اتبعها البنك ساعدت في سحب السيولة من السوق.

5- ومن ناحية دور أذون الخزانة في كبح جماح التضخم خلال الفترة (1995- 2007) :

توصلت الدراسة أن تأثير أذون الخزانة في كبح جماح التضخم كان كبيراً خلال الفترة (1996 -2002)، نتيجة ارتفاع مشاركة القطاع الخاص والأفراد وبنسبة(0.25%) إلى إجمالي العملة المتداولة خارج البنوك فأثرت بشكل كبير على سحب السيولة من السوق، أدى ذلك إلى انخفاض الإصدار النقدي الجديد، وبالتالي انخفاض العملة خارج البنوك إلى العرض النقدي من (52 %) عام 1995 إلى (44.69 %) في عام 1996، وواصلت تلك النسبة بالانخفاض إلى (42.5%) في عام 1997، ثم انخفضت إلى(41.9%) في عام 1998، أدى ذلك إلى انخفاض التضخم بشكل ملحوظ، والذي وصل إلى أدنى مستوى له خلال هذه الفترة في عام 1997 وبمعدل (2.2 %) بعد أن كان في عام 1995 بمعدل (55.3 %)، ولكنه ارتفع إلى (12.23 %) في عام 2002.

وتوصلت الدراسة بأنه ومع الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة خلال الفترة(2003-2007)، وانخفاض مشاركة القطاع الخاص والأفراد بسبب التسجيل الخاطئ لبعض المؤسسات ضمن هذا القطاع، وكذلك لحذر ذلك القطاع من التعامل بتلك الأذون من الناحية الدينية، حيث بلغ متوسط تلك النسبة خلال هذه الفترة(0.12)إلى إجمالي العملة خارج البنوك، وبالتالي انخفاض دور أذون الخزانة في سحب السيولة من السوق، ساعد ذلك في ارتفاع معدل التضخم من(10.8 %) عام 2003، إلى

(21.63%) في عام 2006، ثم انخفض إلى (15.14%) في عام 2007، ومع ذلك فإن ذلك المعدل في حدود معقولة إلى حد ما مقارنة بذلك المعدل قبل تنفيذ برنامج الإصلاح، فإلى جانب إصدارات أذون الخزانة كان هناك جملة من الإجراءات لسحب السيولة من السوق، ومنها التدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولار خلال الفترة(2001-2007)، إضافة إلى استخدام البنك لسياسة سعر الفائدة ومنح فائدة على نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع بالعملة المحلية والسابق ذكرها، والذي كان لتلك الإجراءات الدور الكبيرفي سحب السيولة، وبالتالي التخفيف من الضغوط التضخمية، وعليه فإن الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة على نفس المنوال القائم عليه حالياً، سيؤدي إلى سحب السيولة والمدخرات المحلية للقطاع الخاص والمطلوب لممارسة نشاطه الاستثماري الحقيقي، وبالتالي اختناق العرض المحلي من السلع والخدمات، والنتيجة ارتفاع معدل التضخم.

6- ومن ناحية الدور الذي لعبته أذون الخزانة في استقرار سعر الصرف للريال اليمني خلال الفترة (1995- 2007) :-

توصلت الدراسة أن أسعار الفائدة التأشيرية وأسعار الفائدة المرتفعة على أذون الخزانة والتي ستغري أصحاب المدخرات والودائع بالعملات الأجنبية بتحويل تلك المدخرات إلى مدخرات بالريال اليمني للاستفادة من أسعار الفائدة العالية على أذون الخزانة، ولكن لم يتم الاستفادة من أسعار الفائدة المرتفع كثيراً، فلا زالت ظاهرة الدولرة تمثل مشكلة للاقتصاد اليمني، ويتضح ذلك من الاستعراض التالي:

ـ فمن ناحية نسبة الدولرة إلى إجمالي الودائع لدى البنوك، يلاحظ أن تلك النسبة تذبذبت بين الارتفاع والانخفاض ومع أنها انخفضت من(51.2) في عام 1995 إلى(44.2) في عام 2007، قابل ذلك تذبذب في ارتفاع أسعار الصرف بشكل سنوي فقد ارتفع من(128.18) ريالاً للدولار عام 1996 إلى (198.95) ريالاً للدولار في عام 2007، وبالتالي فلا زالت تلك النسبة مرتفعة ويحتاج الوضع إلى إجراءات نقدية تعزز من غرس الثقة بالعملة المحلية .

ـ ومن ناحية أخرى وبمقارنة نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي (السيولة المحلية)، فعندما كانت النسبة (23.7) في عام 1996، وكان معدل سعر الصرف في حدود(128.18)ريالاً للدولار، ارتفعت تلك النسبة سنة بعد أخرى حتى وصلت إلى (33.9) في عام 2003، وكان سعر الصرف يتحدد بسعر السوق، والذي ارتفع هو الآخر سنة بعد أخرى إلى أن وصل إلى (183.45) ريالاً للدولار لعام 2003، وفي نهاية فترة الدراسة في عام 2007 كانت نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي (32.5)، وارتفع سعر الصرف قليلاً إلى (198.95) ريالاً للدولار، وتوصلت الدراسة أن

نسبة الدولرة إلى إجمالي العرض النقدي لا زالت في حدود مرتفعة وتمثل مشكلة للاقتصاد اليمني بسبب انعدم الثقة بالعملة المحلية .

ـ ومع أن اسعار الصرف كان في ارتفاع مستمر طوال فترة الدراسة، إلى أن ذلك السعر كان في حدود مقبولة إلى حد ما، وتوصلت الدراسة إلى أن أذون الخزانة كان لها دور في سحب السيولة من السوق خلال الفترة(1996-2002)، بسبب ارتفاع مشاركة القطاع الخاص والأفراد، ولكن ذلك الدور تراجع خلال الفترة(2003-2007)، وما عزز من دور أذون الخزانة في سحب السيولة، هو جملة من الإجراءات ومنها، التدخل النشط للبنك المركزي بائعاً للدولار خلال الفترة(2001-2007)، حيث ارتفعت مبيعات البنك من (483) مليون دولار إلى (1267) مليون دولار في عام 2007، إضافة إلى ذلك قام البنك المركزي بمنح فوائد على الاحتياطي بالعملة المحلية، وهذا من شأنه أدى إلى ارتفاع أرصدة البنوك التجارية لدى البنك المركزي من (39975.1) مليون ريال عام 1995 إلى (190156) مليـون ريـال في عام 2007، وهذه الإجراءات التي اتبعها البنك ساعدت في تخفيف الضغوط التضخمية على تدهور سعر الصرف للعملة المحلية أمام العملات الأجنبية، ولكن يجب الحذر من الاستمرار في إصدار أذون الخزانة وأسعار الفائدة المرتفعة عليها، لأن ذلك سيقابله ارتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك التجارية، وبالتالي استقطاب أذون الخزانة لجزء كبير من السيولة المحلية ومنافسة الحكومة للقطاع الخاص من خلال استثمار تلك المدخرات في أذون الخزانة بدلاً من استثمارها في الجانب الحقيقي والمطلوب لعملية التنمية، وهذا بالتأكيد سيؤدي إلى اختناق العرض المحلي من السلع والخدمات، وزيادة الركود الاقتصادي، والذي يعاني منه الاقتصاد اليمني أصلاً، وبالتالي التوجه إلى الاستيراد وارتفاع الطلب على العملات الأجنبية، والنتيجة ارتفاع أسعار الصرف، ولهذا يجب وضع حد للإصدارات من أذون الخزانة على الوضع القائم عليه، واستخدام سندات حكومية ذات آجال متوسطة وطويلة المدى وتوجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية والمطلوبة لعملية التنمية .

7 - توصلت الدراسة من خلال معرفة العبء الاقتصادي والمالي لسياسة إصدارات أذون الخزانة خلال فترة الدراسة بأن ذلك العبء كان كبيراً لتلك السياسة من خلال مكوناته الأربعة وهي حجم الموقف القائم لأذون الخزانة والذي وصل في نهاية عام 2007 إلى (504.8) مليار ريال، أما حجم الفوائد المترتبة على إصدارات أذون الخزانة وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة عليها خلال فترة الدراسة فقد وصلت إلى (318.92) مليار ريال، وكذلك بالنسبة للعائد الخاص بالبنك المركزي لقاء رسوم خدمة الدين المتمثل بأذون الخزانة خلال الفترة السابقة حيث بلغت (57.33) مليار ريال، وهذا يدل دلالة كبيرة على ارتفاع حجم العبء المالي لسياسة أذون الخزانة ناهيك عن استغناء الحكومة خلال عمليات الإصدار عن الضرائب التي كان من الممكن أن تفرض على تلك الإصدارات، وبالتالي تحقيق مبدأ العدالة الضريبية، وهذا أدى إلى استقطاب الفوائض النقدية للجهاز المصرفي وصناديق التقاعد والمؤسسات والأفراد بعيداً عن مجالات الاستثمار الحقيقية.

وتوصلت الدراسة من خلال دراسة مؤشرات خطورة الدين العام المحلي، فمن خلال المؤشر الأول(يعتبر الدين العام المحلي مقبولاً اقتصادياً إذا نما الدين العام المحلي بمعدلات نمو تقل عن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي)، وقد كانت نتيجة هذا المؤشر في الوضع الاقتصادي اليمني أن معدلات نمو الدين العام المحلي كانت أكبر من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في غالبية سنوات الدراسة(1995-2007)، وبالتالي خطورة مواصلة إصدارات أذون الخزانة، وأما المؤشر الثاني (ووفقاً لهذا المعيار لا بد أن لا تتجاوز نسبة الدين العام الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي (60%) حتى يمكن القول إن الدين العام يتحرك في حدود آمنة، وتوصلت الدراسة أن تلك النسبة كانت في الحدود غير الآمنة طوال الفترة(1995-2002) ما عدا عام 2001، إلا أن ذلك المستوى تراجع وأصبح في الحدود الآمنة خلال الفترة (2003- 2007)، ولكن وبأخذ المتوسط خلال فترة الدراسة والتي أخذت نسبة(75.1%)، وهي في الحدود غير الآمنة، وعليه يجب أخذ الحذر من الاستمرار المتزايد لمستوى الدين العام المحلي(أذون الخزانة).

ـ وتوصلت الدراسة من خلال المؤشر الثالث (إذا كان معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي أعلى من سعر الفائدة على الدين العام)، وكانت نسبة مصروفات خدمة الدين العام من إجمالي الإنفاق العام ثابتة، فإن ذلك لا يثير مخاوف كبيرة، وبالنسبة لوضع هذا المؤشر في الاقتصاد اليمني فقد توصلت الدراسة أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كان يقل عن متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة، وقد حقق ذلك المعدل رقماً سالباً طوال فترة الدراسة، وهذا المؤشر يظهر خطورة مستويات الدين العام المحلي نتيجة نمو الاقتصاد بخطوات أبطأ من معدلات نمو سعر الفائدة وهو ما يترتب عليه نمو الدين العام بخطوات أسرع من قدرة الحكومة على سداده .

8 – ومن جهة أخرى لمعرفة الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة خلال الفترة (1995-2007) : فقد توصلت الدراسة إلى ما يلي:

أ – بالنسبة لأثر أذون الخزانة على الاستثمار خلال الفترة(1995-2007):-

1– توصلت الدراسة من خلال مؤشر نسبة القروض الممنوحة للحكومة والقطاع الخاص إلى إجمالي أصول البنوك التجارية خلال الفترة (1995-2007)، وأظهرت الدراسة أن نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص خلال الفترة(1995-2007) أخذت نسبة سنوية متوسطة بحوالي (23.6%) من إجمالي أصول البنوك التجارية .

– وتوصلت الدراسة من خلال القروض الممنوحة للحكومة زائداً الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي أنها أخذت نسبة متوسطة خلال الفترة(1995-2007) بمقدار (33.8%) من إجمالي أصول البنوك التجارية .

وهذا يعكس حالة التزاحم على موارد الاستثمار، حيث فضلت المصارف التجارية الاستثمار في أذون الخزانة وشهادات الإيداع وإعادة الشراء، نظراً للمميزات التي تتميز بها تلك القنوات، ومنها ارتفاع أسعار الفائدة، وهذا أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الإقراض لدى البنوك التجارية، بدلاً من أن تقوم تلك البنوك بالإقراض للقطاع الخاص، حيث كانت أذون الخزانة هي الأداة الأساسية لتلك القروض الممنوحة للحكومة، والنتيجة انتقال الاستثمار إلى حد ما من الجانب الإنتاجي طويل الأجل إلى الجانب الاستثماري قصير الأجل (أذون الخزانة) .

2- وتوصلت الدراسة من خلال مؤشر نسبة القروض إلى إجمالي الودائع لدى البنوك التجارية والذي يقيس مدى الكفاءة للجهاز المصرفي بين المدخرين والمستثمرين، والتي تبين أنه كلما كانت النسبة أقرب إلى الواحد الصحيح كانت الكفاءة في حدها الأقصى والأفضل، أما قدرة الجهاز المصرفي اليمني على تشغيل وتوظيف الموارد لم تتعد في المتوسط خلال الفترة (1995-2007) نسبة(56.6%)، وهذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، وبالتالي فإن كفاءة الجهاز المصرفي في توظيف الأموال ما تزال أقل من الحد الأقصى والأفضل، وخاصة إذا ما لاحظنا نسبة تشغيل القروض الخاصة إلى إجمالي الودائع، حيث يلاحظ أن متوسط تلك النسبة خلال الفترة(1995-2007) كانت حوالي (30%) من إجمالي ودائع البنوك التجارية، وهذه النسبة توضح نطاق ضعف فاعلية البنوك في توظيف الودائع في مجالات الاستثمار الخاص.

ب – أما بالنسبة لأثر أذون الخزانة على النمو الاقتصادي خلال الفترة (1995- 2007) :

توصلت الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة الاستثمار المحلي بشقيه العام والخاص لتحقيق الأهداف المرجوة لعملية التنمية وكما يلي :

1 - أظهرت الدراسة أن مساهمة الإنفاق الاستثماري العام في معدل النمو للناتج المحلي الإجمالي، قد أخذ نسبة متوسطة سنوية خلال فترة الدراسة بحوالي(1.76%)، ومع أنها ارتفعت عند مقارنتها بالنسبة المحققة خلال الفترة(1990-1994)، والتي كانت بنسبة(0.92%)، على الرغم من الظروف الصعبة التي مرت بها تلك الفترة، فإن تلك النسبة لم تكن بالمستوى المطلوب لعملية التنمية، مما يوحي بأن الاستثمار العام لم يكن عند الطموح الذي استهدفته خطط التنمية في اليمن.

2 - أما مساهمة البنوك التجارية في تقديم الائتمان المقدم للاستثمار الخاص بحسب الآجال والأنشطة خلال الفترة (1995-2007)، فقد أظهرت الدراسة ما يلي :

ـ احتلت نسبة القروض قصيرة الأجل الممنوحة للقطاع الخاص من البنوك التجارية خلال الفترة (1995-2007) النسبة الأكبر من حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، حيث بلغ متوسط نسبة تلك القروض إلى إجمالي القروض للقطاع الخاص حوالي (43.4%)، وقد مالت السياسة الائتمانية من خلال القروض قصيرة الأجل إلى تفضيل تمويل القطاع التجاري نظراً لارتفاع درجة سيولة هذه القروض وسرعة تصفيتها، وضمان إيفائها عند الاستحقاق، وقد بلغ متوسط الائتمان السنوي المقدم لهذا القطاع في الأجل القصير خلال الفترة (1995 – 2007) بنسبة (19.8 %) من إجمالي القروض الممنوحة للقطاع الخاص، وهذا الأمر جعل قروض البنوك التجارية تتركز في الأجل القصير، وتجنبت إلى حد ما التمويل الزراعي والصناعي طويل الأجل، والذي يعتبر الأساس في عملية التنمية الاقتصادية، ففي حين كان نصيب القطاع الزراعي للقروض قصيرة الأجل كنسبة متوسطة خلال الفترة (1995-2007) بحوالي (0.9%) من إجمالي القروض، كان نصيب القطاع الصناعي كنسبة متوسطة للقروض قصيرة الأجل المقدمة للقطاع الخاص خلال نفس الفترة بنسبة لم تتجاوز (8.7%).

ـ أما بالنسبة للقروض المتوسطة والطويلة الأجل فقد أخذت نسبة متوسطة خلال الفترة (1995-2007) بمقدار(4.5%) إلى إجمالي القروض مقارنة بتلك النسبة المتوسطة للقروض قصيرة الأجل خلال نفس الفترة والبالغة (43.4%).

وتوصلت الدراسة أن من الأسباب الهامة وراء إحجام البنوك التجارية في اليمن لمنح الائتمان متوسط وطويل الأجل هوعدم وجود بيئة استثمارية ملائمة، والنتيجة هو الاتجاه إلى الاستثمار في

أذون الخزانة، وإعادة الشراء، وشهادات الإيداع نظراً للمميزات التي تتميز بها تلك القنوات، حيث بلغت النسبة المتوسطة لاستثمارات البنوك في أذون الخزانة فقط وبالقيمة الفعلية إلى إجمالي القروض المقدمة للحكومة خلال فترة الدراسة بنسبة (97%)، كما بلغت نسبة استثمارات البنوك في أذون الخزانة إلى إجمالي القروض المقدمة للقطاع الخاص خلال نفس الفترة بحوالي (%73.5) .

كما أخذت نسبة استثمارات البنوك في أذون الخزانة إلى إجمالي أصول البنوك التجارية حوالي بنسبة متوسطة (%18.7) خلال فترة الدراسة، وبلغت تلك الاستثمارات في أذون الخزانة للبنوك التجارية إلى إجمالي ودائعها في المتوسط لنفس الفترة (%23.2) .

وخلصت الدراسة إلى أن إصدارات أذون الخزانة قصيرة الأجل القائم عليه حالياً خلال فترة الدراسة تم توجيهها لتغطية جزء من العجز في الموازنة وكانت متحيزة للإنفاق الجاري، وكذا سحب فائض السيولة من السوق، وهي بذلك لم تخدم العملية الاستثمارية والتي تتطلب قروضاً بآجال متوسطة وطويلة الأجل، بل أنها أضرت بالعملية الاستثمارية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة عليها، ونتيجة لذلك ارتفعت أسعار الفائدة لدى البنوك التجارية، وبالتالي ارتفاع تكلفة الإقراض ومزاحمة الحكومة للقطاع الخاص على الموارد المالية وهذا لم يكن في الاتجاه الذي يخدم عملية التنمية .

ثانياً التوصيات :-

إزاء النتائج التي تم استعراضها سابقاً يمكن للدراسة الخروج بالتوصيات والتي من شأنها إعادة النظر في سياسة أذون الخزانة والتي تم العمل بها خلال فترة الدراسة، ولايزال العمل بها مستمراً حتى هذه اللحظة وذلك باتخاذ مجموعة من الإجراءات لعل من أهمها ما يلي :-

1- إعادة النظرفي سياسة أذون الخزانة قصيرة الأجل، والتي يتم العمل بها حالياً والتوقف عن استخدامها على الوضع القائم عليه لما لها من أضرار اقتصادية بالغة، وعدم اللجوء لإصدارات أذون الخزانة إلا في أوقات الضرورة القصوى (مثل عجز الموازنة الموسمي) بالتوجه إلى إصدارسندات خزانة متوسطة وطويلة المدى، والتي من شأنها تغطية العجز الاستثماري وليس الجاري، وترشيد الإنفاق الجاري للتخفيف من ذلك العجز في الموازنة العامة .

2- تخفيض أسعار الفائدة على إصدارات أذون الخزانة قصيرة الأجل، والقيام بفرض ضرائب على تلك الإصدارات، وبالتالي تحقيق مبدأ عدالة الضريبة، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة لدى البنوك التجارية، وبالتالي التوجه نحو الاستثمارات الحقيقية المنتجة والتي تساهم في رفد عملية التنمية الاقتصادية .

3- مراعاة قدرة الإيرادات المختلفة للدولة عند إصدار أدوات الدين العام بحيث يتناسب الدين العام مع مستويات العجز والفائض النقدي، وبالتالي تجنب الإصدارات العشوائية لأدوات الدين العام (مثل أذون الخزانة في اليمن).

4- يتم استهداف القطاع الخاص والأفراد بالدرجة الأولى عند إصدارات أذون الخزانة وذلك عندما يكون الهدف من الإصدارات سحب السيولة النقدية من السوق والتخفيف من الضغوط التضخمية.

5- إعادة هيكلة أذون الخزانة من خلال إعادة النظر في الهدف الاستثماري للاحتياطيات، وبما يمكن من تعزيز دورالاحتياطي في عملية النمو الاقتصادي في البلد، من خلال التوجه نحو الاستثمارات الحقيقية وبالتالي تلبية الطب الزائد على السلع والخدمات، والذي سيؤدي الى انخفاض الاستيراد وبالتالي الطلب على الدولار، وهذا سيساعد على استقرار سعر الصرف واحتواء التضخم .

6- تحويل الأرصدة القائمة لأذون الخزانة إلى شهادات استثمار وصكوك مشاركة استثمارية في القطاعات والمجالات الحيوية مثل الكهرباء والأسمنت والحديد والاتصالات وغيرها من مجالات الصناعات الحيوية الهامة والتي يتطلب إنشاؤها خدمة للتنمية الاقتصادية .

7- توصي الدراسة بالعمل على تحسين المناخ الاستثماري في اليمن، ومحاولة تذليل أي صعوبات قائمة تعيق الاستثمار في القطاع الحقيقي.

8- توصي الدراسة بأن يتم التنسيق والتكامل بين السياستين المالية والنقدية بالتركيز على قضايا الانتعاش الاقتصادي، وزيادة مستوى التشغيل والنمو الاقتصادي، وذلك بالتركيز على تشجيع الاستثمار في القطاع الحقيقي والذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي في اليمن.

9- استخدام حصيلة أدوات الدين العام الداخلي في تمويل الاستثمارات الحكومية وليس في تمويل الاستهلاك الحكومي، وكما سبقت الإشارة إليه في استخدام الأرصدة القائمة لأذون الخزانة، بحيث يتحول الاستثمار الخاص إلى الاستثمار العام وليس إلى الاستهلاك العام، ويمكن من سداد الفوائد والأقساط المترتبة على هذا الدين .

10- عند الحاجة لاستخدام أذون الخزانة العامة يلزم استخدامها كجزء من آليات السياسة النقدية وعلى الأخص السوق المفتوحة بحيث يتاح بيع وشراء أذون الخزانة في السوق الأولي، وكذا السوق الثانوي، وكجزء من منظومة متكاملة للسياسة النقدية إلى جانب أدوات السياسة النقدية الأخرى، وبالتالي يلزم الإسراع بإقامة سوق للأوراق المالية في اليمن، وبالتالي المساهمة بفعالية أكثر إلى جانب عملها المصرفي في حشد المدخرات وتمويل الاستثمارات وبالتالي دعم النمو الاقتصادي في اليمن .

11- مكافحة كل من التهرب الضريبي والجمركي والذي من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع حجم الإيرادات العامة، والذي سيؤدي إلى التخفيف من العجز في الموازنة العامة وبالتالي عدم اللجوء إلى مصادر التمويل سواء كانت مصادرمحلية أو مصادرخارجية.

أ : المراجع العربية :

أولاً : الكتب :

(1) - أحمد علي البشاري ، المالية العامة مع التطبيق على الجمهورية اليمنية ، دار الفكر المعاصر ،صنعاء ،ط1 . 2000-1999

(2) - أحمد دغيم ، اقتصاديات البنوك مع نظام نقدي واقتصادي عالمي موحد ، مكتبة مدبولي ،1989 .

(3) - إسماعيل عبدالرحمن ، حربي عريقات ،مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد ، عمان ،دار وائل للنشر والتوزيع 1999.

(4) - أنس البكري ، وليد صافي ، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق ، عمان ،دار المستقبل للنشر والتوزيع . 2002

(5) - بول ا. ساموبلسون ، ويليام د. نورد هاوس ، الاقتصاد ،ترجمة هشام عبدالله ، مراجعة أسامة الدماغ ، الأهلية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ،2001.

(6) - حسني طربوش ، عبدالمعطي رضا ارشيد ،محفوظ أحمدجودة ،" الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات " دار زهران .عمان 1998 .

(7) - حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن 1999. الطبعة الأولى .

(8) - خالد الوزني ،أحمدالرفاعي ، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق ، الطبعة السادسة ، عمان ، دار وائل للنشر 2003 .

(9) - رشاد العصار ، رياض الحلبي ، النقود والبنوك ، الطبعة الأولى ، 2000 م - 1420هـ ، دار صفاء للنشر والتوزيع –عمان .

(10) - رمزي زكي ، "قضايا مزعجة " ، مكتبة مدبولي ، القاهرة 1993 .

(11) - رمزي زكي، مشكلة الادخار مع دراسة خاصة عن البلاد النامية، الدار القومية للطباعة والنشر، القاهرة 1996.

(12) - سامي خليل، النظريات والسياسات النقدية والمالية ،اقتصاديات النقود والبنوك الكتاب الثاني، ،شركة كاظمة للنشروالترجمة والتوزيع ،الكويت1982 .

(13) - عادل أحمد حشيش ، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي ، بيروت ، الدار الجامعية للطباعة والنشر . 1992

(14) - عادل فليح العلي ، المالية العامة والتشريع المالي والضريبي ، دار الحامد ، عمان ، الطبعة الأولى . 2007

(15) - عاطف وليم أند راوس ،"السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادي "مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2005 .

(16) - عبدالحميد الغزالي، مقدمة في الاقتصاديات الكلية ، النقود والبنوك ، درا النهضة العربية ، القاهرة1977.

(17) - عبدالرزاق الفارس، الحكومة والفقراء والانفاق العام، دراسة لظاهرةعجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية ، مركز دراسة الوحدة العربية ،بيروت 2001 .

(18) - عبدالمطلب عبدالحميد، سلسلة الدراسات الاقتصادية(2)السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي ، (تحليل كلي) مجموعة النيل العربية ، 2003 .

(19) - عبدالنافع عبدالله الزرري ،الأسواق المالية ،دار وائل للنشر ،عمان الأردن ط 1 ، 2001 .

(20) - على خليل ، سليمان اللوزي ، المالية العامة ، دار زهران للنشر والتوزيع ، عمان 2000 .

(21) - عناية غازي حسين، التضخم المالي، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1985.

(22) - فؤادهاشم ، اقتصاديات النقود والتوازن النقدي ، القاهرة ، دار النهضة العربية 1974 .

(23) - محمد سويلم ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، الشركة العربية للنشر والتوزيع ، القاهرة 1992 .

(24) - محمد علي حزام المقبلي ، الإصلاحات الاقتصادية وانعكاساتها على التجارة الخارجية ،في الجمهورية اليمنية ، (1990-2001).

(25) - منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشآت المعارف، بالإسكندرية 1997 .

(26) - مطهر عبد العزيز العباسي ، اقتصاديات النقود والبنوك ، دار الفكر، ط1، دمشق 1996 .

(27) - نبيل الروبي ، نظرية التضخم ، الطبعة الثانية ، الإسكندرية ،مؤسسة الثقافة العربية 1984.

ثانياً : الرسائل العلمية :

(1) - أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، دراسة حالة الجمهورية اليمنية (1990- 2003)، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير(2005- 2006).

(2) - أشرف حلمي سلامة ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على الموازنة العامة المصرية للفترة(1991 \ 1992 – 2005 \ 2006)، رسالة ماجستير في الاقتصاد ، كلية التجارة، جامعة عين شمس ،2007 .

(3) - أمين محيي الدين، القيود البديلة على الاستثمار في الجمهورية اليمنية، قيد المدخرات المحلية أو قيد النقد الأجنبي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة 1998.

(4) - عاتق سالم جابر الأحول ، السياسة المالية ،فاعليتها وآثارها النقدية في الاقتصاد اليمني للمدة(1990-2002)، أطروحة دكتوراه ، بغداد ، الجامعة المستنصرية ، 2005 .

(5) - محمدأحمدالحاوري ، مدى فاعلية السياسة المالية والنقدية في معالجة عجز الموازنة في اليمن ،رسالة دكتوراه ،جامعة قناة السويس 1998 .

(6) - محمد ضيف الله القطابري ، دور السياسة النقدية في الاستقراروالتنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية ، رسالة دكتوراه ، جامعة أسيوط ، ديسمبر2006 .

(7) – محمد علي المكردي ، الادخار ودوره في النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، رسالة ماجستير، كلية التجارة جلمعة صنعاء ، 2004 .

(8) - محمدمحمدمنصور الصباحي ، إقامة سوق للأوراق المالية في الجمهورية اليمنية ، الإمكانات والجدوى ، رسالة ماجستير، جامعة الملكه أروى . الجمهورية اليمنية 2002.

(9) - مطهر سيف أحمد نصر ، التقلب في أسعار صرف العملات القابلة للتحويل وسبل مواجهته في الاقتصاد الإسلامي، رسالة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية(2001- 2002).

(10) - نبيل محمدالطيري ، سوق الأوراق المالية في اليمن ، الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة ،رسالة ماجستير ، كلية التجارة والاقتصاد ،جامعة صنعاء 2004.

(11) - نعمان عبدالله علي غلاب ، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية، دراسة تطبيقيه على المصارف التجارية العاملة في اليمن، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، 2006.

(12)- وجيه أحمد الوجيه،"الموازنة العامة في النظام المالي الإسلامي "،رسالة ماجستير،جامعة اليرموك 1996.

ثالثاً : المقالات والدوريات والدراسات :

(1) – أحمد عبدالرحمن السماوي ،أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية، مجلة دراسات اقتصادية ، العددالعاشر ، يناير-مارس 2004 .

(2) – أحمدعبدالرحمن السماوي"تجربة السياسة النقدية وإصلاح القطاع المصرفي في الجمهورية اليمنية ، صندوق النقد العربي، أبوظبي 2005 .

(3) – أحمد على البشاري ، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية (1995-2001) الإصلاحات الاقتصادية والمالية والإدارية في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ، مجلة الثوابت .

(4) - أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار، دراسة أعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى في15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد (10) ربيع 2004 .

(5) - بدر صالح عبدي ، جعفر منعيم " الموازنة العامة وأثرها على النمو الاقتصادي في اليمن" ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد (5) ، أكتوبر –ديسمبر 2002 ، صنعاء .

(6) - جهاد حمزة ، الأبعاد الاقتصادية الكلية لعلاقة التدفقات الرأسمالية بالاستثمارات وأثرها على النمو ، مجلة دراسات اقتصادية ، العدد(5) أكتوبر – ديسمبر2002 .

(7) - حسن ثابت فرحان ، أذون الخزانة البداية والنهاية –هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام ،المجله العلمية للاقتصاد والتجارة ، مجلة ربع سنوية ، مجلد العدد الأول ،تصدرها كلية التجارة –جامعة عين شمس ، القاهرة ، يناير 2006 .

(8) - حسن ثابت فرحان ، أذون الخزانة العامة كحلقة من حلقات برنامج الإصلاح الاقتصادي ، مجلة الدراسات الاجتماعية ، العدد الثامن ، يوليو –ديسمبر1999 .

(9) - حسن ثابت فرحان، أذون الخزانة –البداية والنهاية هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام، مجلة دراسات اقتصادية، العدد(10)، ربيع 2004.

(10)- حسن ثابت فرحان، "الميزان التجاري وأسباب حدوث العجز"، ملحق الثورة الاقتصادي، عدد13411، 31يوليو 2001.

(11) - حسن ثابت فرحان ، دور الدولة في إصلاح وسائل السياسة النقدية التقليدية (البديل الإسلامي) ، مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، جامعة صنعاء ، الجزء الأول ، العدد السابع عشر ، سبتمبر 2001.

(12) - حسن ثابت فرحان ، مستقبل اليمن في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية ، مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، العدد السابع عشر ، سبتمبر 2001، الجزء الأول .

(13) - داود أحمد عثمان، خلل المسار الاقتصادي وعناصر الإصلاح الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ،كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1996 .

(14) - سعيد النجار، "الخطأ والصواب في سياسة أذون الخزانة "، الأهرام الاقتصادية، 1992.

(15) - سيد البواب، (عجز الموازنة العامة بين النظرية والعلاج، وعرض للتجربة المصرية ودور صندوق النقد الدولي فيها)، محاضرا ت عن الأعوام 1995\1996 " غير منشورة ".

(16) - سيف العسلي ، النمو الاقتصادي في الجمهورية اليمنية ،في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ، كتاب صادر عن مجلة الثوابت 1998 .

(17) - طلبة السيد زين الدين ،"أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة " ،المجلة العالمية للاقتصاد والتجارة ، جامعة عين شمس ، العدد(2)1992.

(18) - عبد الباري الشرجبي ، الفقر و برنامج الإصلاح الاقتصادي ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني ، إبريل 1998 .

(19) - عبد الرحيم عبد المجيد الساعاتي ، الدين العام والقراض العام أثرهما على الرفاه ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد الإسلامي ،1996 .

(20) - عبد العزيز السقاف ، "تقييم الجانب النقدي والمالي في برنامج الإصلاح الاقتصادي " بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني المنعقد في صنعاء،خلال الفترة (18-20) إبريل 1998 ،مجلة الثوابت 1999 .

(21) - عبد الفتاح الجبالي ،" الاقتصاد المصري من التثبيت إلى النمو " ،مركزالأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية ، القاهرة 2000 .

(22) - عبد الفتاح الجبالي ، "الدين العام المحلي في مصر" الأسباب والحلول ، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية ، جريدة الأهرام .

(23) - عبد المنعم السيد علي، دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، القاهرة 1975.

(24) - عبدالله غالب المخلافي ، قراءة في أوراق الحلقة النقاشية التي أقامها مجلس الشورى حول أذون الخزانة في15-6-2003 ، مجلة دراسات اقتصادية العدد (10) ، يناير – مارس 2004 .

(25) - علي توفيق الصادق،إدارة الدين العام،قضايا تحليلية واستنتاجات عملية،سياسة إدارة الدين العام في البلدان العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية ، العدد الرابع(28 – 31مارس 1998) .

(26) - علي توفيق الصا دق ، نبيل عبدالوهاب لطيفة ، سياسات وإدارة أسعار الصرف ، القضايا ، الخيارات ، والمضامين ،سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية(21-25)سبتمبر 1997 ، أبوظبي .

(27) - علي علي الزبيدي ،"الضغوط التضخمية وسياسة سعر الصرف في الجمهورية اليمنية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني ، تنظيم مجلة الثوابت ، 1996 .

(28)–علي لطفي،السياسة النقدية في الاقتصاد المصري، المؤتمر العلمي السنوي الرابع والعشرون للاقتصاديين المصريين للفترة(5-7)مايو2005، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة.

(29) - لطف محمد السرحي – النك المركزي اليمني ، ندوة إصلاح القطاع المصرفي في اليمن واقع النظم المصرفي ما بين (1990- 1994).

(30) - لطيفة الثور، التجارة الخارجية وميزان المدفوعات اليمني ، خلال الفترة(1990- 2000)، ورقة عمل غير منشورة مقدمة إلى ندوة التجارة الخارجية في ظل الإصلاحات الاقتصادية المنعقدة بصنعاء ، خلال الفترة (11-12 نوفمبر2000) .

(31) - محمد أحمد الأفندي، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية – 1997/10 .

(32) – محمد أحمد الأفندي ، أولويات واتجاهات السياسة المالية والنقدية في اليمن(الفترة 2003- 2006) ،مجلة كلية التجارة والاقتصاد ، العدد الثامن والعشرون سبتمبر 2007 .

(33) - محمد أحمد الأفندي ، تجربة الجمهورية اليمنية في الإصلاح المالي ، مجلة الدراسات الاجتماعية ،العدد الرابع يوليو – ديسمبر 1997 .

(34) – محمد الميتمي، العجز المالي للموازنة في اليمن ودور أذون الخزانة في تغطية هذا العجز، سوق الأوراق المالية(البورصة) في اليمن، المركز العام للدراسات والبحوث والإصدار، خلال الفترة(27-28) يونيو 2001.

(35) - محمد بلفقيه ، " ميزان المدفوعات اليمني " بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ، كتاب صادرعن مجلة الثوابت 1996 .

(36) - محمد رضا العدل، " الدين العام المحلي ومؤشر الاقتدار المالي العام "، مجلس الوزراء المصري، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، 2005.

(37) - محمد سعيد ظافر ، التنمية في اليمن ،تقويم التجربة وخيارات المستقبل ، دراسات في الاقتصاد اليمني ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ، كتاب صادر عن مجلة الثوابت ، 1996 .

(38) - محمد شحود ،حكم الاستثمارفي أذون الخزانة ، مجلة الدراسات الاجتماعية ،العدد الثامن ، يوليو – ديسمبر 1999 .

(39) - محمد صلاح الدين ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية 1997 ، المجلد(9) ، العدد الأول والثاني .

(40) - محمدعبد الفتاح العشماوي ، التنظيم المحاسبي لإدارة الدين العام المحلي لأغراض رفع كفاءة الإدارة المالية العامة ،الإدارة المالية العامة ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، جامعة الدول العربية ، 2007 .

(41) - مصطفى المتوكل ، تحليل مالية الدولة، دراسة مبادرة20\20، بالتعاون مع وزارة التخطيط بتمويل من قبل البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة ،صنعاء- إبريل 2003.

(42) - مطهر العباسي ، الاقتصاد اليمني والدورالتنموي المتوقع للبنوك الإسلامية ،المؤتمر الدولي للبنوك الإسلامية في اليمن ، صنعاء ، للفترة (16- 18) ديسمبر 1996 .

(43) - مطهر العباسي ، السياسات الاقتصادية وميزان المدفوعات في اليمن ، خلال الفترة(1990 – 1994) ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الأول ، كتاب صادر عن مجلة الثوابت ، 1996 .

(44) - معهد التخطيط القومي " فلسفة الدين العام في مصر ومشكلة تراكم الدين الداخلي " ، لقاء الخبراء ، سلسلة أوراق اقتصادية ، العدد(1) يوليو 2004 .

(45) - نزار عبدالله باصهيب ، الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة ، مجلة دراسات اقتصادية، العدد(10) ، ربيع 2004.
(46) - نبيل الطيري ، تقييم سياسة أذون الخزانة وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية للفترة(1995-2006) الجمهورية اليمنية ،وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، صنعاء2007 .
(47) - ياسين شرف القدسي ، محمدسعد الروضي ، سياسات وإدارة أسعار الصرف ، القضايا ، الخيارات ، والمضامين، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ،معهد السياسات الاقتصادية(21-25)سبتمبر 1997 ، أبوظبي .
(48) - يحيى يحيى المتوكل ، الإصلاحات الاقتصادية وفجوة الموارد المحلية ، بحوث وأدبيات المؤتمر الاقتصادي اليمني الثاني، إصدار مجلة الثوابت ، إبريل 1998 .

رابعاً : التقاريرالإحصائية والوثائق الرسمية :

(1) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام (1990 – 2007).
(2) البنك المركزي اليمني، الإدارة لعامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية لشهر يناير 2005 .
(3) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، يونيو2006.
(4) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، نوفمبر2006.
(5) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، ديسمبر2007
(6) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، مارس 2008.
(7) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التطورات النقدية والمصرفية، سبتمبر 2008.
(8) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية مالية ، إبريل – يونيو 1994 .
(9) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ، نشرة إحصائية مالية ، أكتوبر– ديسمبر 1996 .
(10) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية فصلية، أكتوبر– ديسمبر1999 .
(11) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية فصلية، أكتوبر– ديسمبر2000 .
(12) البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية فصلية ، إبريل – يونيو 2002 .
(13) البنك المركزي اليمني ، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، نشرة إحصائية فصلية ، يناير – مارس 2003 .
(14) البنك المركزي اليمني، قطاع العمليات المصرفية المحلية، الإدارة العامة للدين العام والتسليف، القواعد والإجراءات الإدارية والتنظيمية والمحاسبية المتبعة في إصدار سندات أذون الخزانة .
(15) البنك المركزي اليمني ، قطاع العليات المصرفية المحلية ، أنشطة القطاع خلال عام 1998 .
(16) البنك المركزي اليمني ، قطاع العليات المصرفية المحلية ، تقرير نتائج قطاع العمليات المصرفية المحلية للعامين (1999 – 2000) .
(17) البنك المركزي اليمني ، قطاع العليات المصرفية المحلية ، التقارير السنوية للأعوام (2001 – 2007).
(18) البنك المركزي اليمني ، مشروع اللائحة التنفيذية للقرار الجمهوري بالقانون رقم (19) سنة 1995 ، بشأن الدين العام .
(19) الجمهورية اليمنية، وزراة التخطيط والتنمية ، الخطة الخمسية الأولى للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (1996- 2000) صنعاء، 1996.

(20) الجمهورية اليمنية، وزارة التخطيط والتنمية ، الخطة الخمسية الثانية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (2001 – 2005) صنعاء، 2001 .

(21) الجمهورية اليمنية، وزارة التخطيط والتنمية، تقرير التنمية البشرية 1998، الطبعة العربية، بيروت 1999 .

(22) الجمهوريه اليمنية، وزارة التخطيط والتعاون الدولي ، خطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية الثالثة للتخفيف من الفقر (2006 – 2010) ، صنعاء 2006 .

(23) الجمهورية اليمنية، وزارة التخطيط والتنمية، كتب الإحصاء السنوية، للأعوام (1995، 1999، 2001 ، 2002 ، 2003 ، 2004 ، 2006) .

(24) الجمهورية اليمنية، وزارة الشئون القانونية، قانون الدين العام رقم(19)لسنة1995، ولائحته التنفيذية.

(25) الجمهورية اليمنية، وزارة الشئون القانونية، قانون رقم (20) لسنة 1995، بشأن أعمال الصرافة.

(26) الجمهورية اليمنية، وزارة الشئون القانونية، (مجموعة قوانين البنوك والمصارف) ديسمبر 2003.

(27) المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي ، إلغاء الفائدة من الاقتصاد ، تقريرمجلس الفكر الإسلامي في الباكستان ، الطبعة الأولى ، جامعة الملك عبد العزيز ، جده 1984م .

(28) قرار محافظ البنك المركزي رقم(3)بتاريخ16-3-1996 .بشأن رفع أسعار الفائدة على كلفة أنواع الودائع بخمس نقاط مئوية . البنك المركزي اليمني ،التطورات النقدية والمصرفية ، نوفمبر 2006 .

(29) قرار محافظ البنك المركزي اليمني، رقم (7) ورقم (8)في 13- 7 - 1995 بتحديد أسعار الفائدة.

(30) وزراة المالية ، نشرة إحصائية مالية الحكومة ، أعداد متفرقة .

(31) وزارة المالية، تقرير من الإدارة الاقتصادية بدون تاريخ، صنعاء.

<u>خامساً : مطبوعات دولية رسمية :</u>

1- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (أسكوا) ، استعراض وتقييم التقدم الذي أحرزته الجمهورية اليمنية في تنفيذ العمل الجديد لصالح أقل البلدان نمواً في التسعينات ، الأمم المتحدة ، نيويورك 2002 .

2- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (أسكوا) ، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنظمة الأسكوا ، الأمم المتحدة ، 2005 .

3- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (أسكوا) ، الديون والاستثمار والنمو الاقتصادي المحفز ذاتياً في منظمة اللجنة الاقتصادية ، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الأسكوا ، العدد(3) نيويورك 2005 .

4 - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا –الأسكوا، عرض وتقييم التقدم الذي أحرزته الجمهورية اليمنية في تنفيذ برنامج العمل لصالح أقل البلدان نمواً، خلال السنوات (2001-2005)، الأمم المتحدة، نيويورك 2005 .

ب : المراجع الأجنبية :

(1) - Chelliah, "Significance of Alternativ Concepts of Budget Deficit," pp 743 -745

(2) Document of the World Bank,"Republic of Yemen :Dimensions of Economic Adjustment and Structural Reform" – YEM,May 17,1995.

(3) - D . W . Groedhuys : Money and Banking > New York : Mc Graw – Hill Book Company .1978) Ch .1 .

(4) - IMF ,Statement by MR . Shaalan on Republic of Yemen Executive Board Meeting .March 1999, p .2

(5) - Keith Pilbeam ,International Finance ,Second edition (London : Macmillan price ltd 1998) , p. 4

(6) - Nominal exchange rate David N.Hyman,Economic ,4th edit.(NEW Companies,1997).p.812. YORK:McGraw-Hill

(7) - R.Syers ." Monetary Theory and Policy" ,Economic Journal. Vol. lxx December , 1960 ,P .P 710 ,714 .

(8) - Vito Tanzi, " Is There a Limit to the Size of Fiscal Deficit in Developing Countries ?" paper presented at:Bernard P. Herber , ed. ,Public Finance and Public Debt: Proceedings of the 40th Congress of the International Institute of Public Finance , Innsbruck, 1984, pp. 140 – 141 .

(9)World Economic and Financial surveys ,World Economic outlook , October,1995,IMF,Washington, d.c,107

(10) - W . T . New Lin . " Theory Of Money " , Clarendom Press Oxford , 1964 , PP . 6 – 9 .

Republic of Yemen
Sanaa University
Faculty of commerce and economy
Economy department

(Treasury bills and their economic effects in Yemen during (1995-2007))

Research to get master degree in economy

Prepared by
Mohammad Abdullah Hussain Al Arasi

Supervisor

Dr. Mustafa Hussain Al Mutawakil

Economy teacher in the Faculty of commerce and economy – Sanaa University

January 2010

Study Summary

Name: *Mohammed Abdullah Hussein Musaed.*
Degree: Master from the faculty of Commerce and economy. Economy department. Sana'a University.
Study kittle, treasury bills and their economic effects in the Republic of Yemen during 1995 – 2007.

Content

The research consists of an introduction, six chapters and a conclusion. The introduction handles the research importance, problem and its goal. The first Chapter handles a general background about economy in Yemen during 1990- 2006 through two sections. The second chapter handles the theoretical formwork of treasury bills, the idea of establishing them and the analysis of treasury bills, structure in Yemen during the research per iced 1995-2007; this was handled through three sections. The third chapter handles the role of treasury bills in achieving financial stability in Yemen through four sections which explained the role played by treasury bills in financing the balance deficit and withdrawing liquidity surplus. It also explained treasury bills role in controlling inflation And their role in stabilizing exchange rate for the Yemeni currency during

The research period. The fourth chapter deals with the financial and economic burden for the policy of issuing treasury bills in Yemen and the indicators of domestic public debt risks during the research period through two sections. The fifth chapter deals with the economic effects of applying treasury bills policy on investment and economic growth. The Sixth chapter deals with the way of developing treasury bills policy.

In the end, the conclusion included a set of results the researcher Found such as the role the treasury bills performed in financing the deficit, withdrawing the liquidity surplus, controlling the inflation, stabilizing the exchange rate, financial and economic liabilities due to the use of treasury bills issues as well as the treasury bills economic effects. The researcher showed the positive results the treasury bills policy did at the beginning of applying the economic reform program. It didn't achieve the objectives of economic development because of the constant issuing of treasury bills issues for along time which caused damages on the investment and economic growth. Therefore, it was not recommended to continue issuing treasury bills or even stop them. It was recommended to adopt monetary policy in coordination with the fiscal policy to accelerate the development process and invest in real and productive investments.